Jörn Thoden

BÖRSENTERMINGESCHÄFTE IN DEUTSCHLAND UND IN DER SCHWEIZ

Ein Beitrag anläßlich der Einführung des Optionsgeschäfts an deutschen Börsen

1975

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547202_0007

Börsentermingeschäfte in Deutschland und in der Schweiz

Darstellung, Vergleich und Anregung

Ein Beitrag anläßlich der Einführung des Optionsgeschäfts an deutschen Börsen

I n a u g u r a l - D i s s e r t a t i o n

zur Erlangung des akademischen Grades eines Doktors der Rechte durch den Fachbereich Rechtswissenschaft der Westfälischen Wilhelms-Universität zu Münster

vorgelegt von Jörn Thoden
aus Marienwerder/Westpr.
Jahr 1975

UNIV.
LEIDEN
BIBL.

Erster Berichterstatter : Prof. Dr. Kollhosser
Zweiter Berichterstatter: Prof. Dr. Großfeld
Dekan : Prof. Dr. Kupisch

Tag der mündlichen Prüfung: 6.2.1975

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung	1
1. Abschnitt Allgemeines	3
I. Die geschichtliche Entwicklung des Effektenterminhandels in Deutschland bis zur Einführung des Optionshandels am 1.7.1970	3
II. Das Börsentermingeschäft als 'börsenmäßiges' Zeitgeschäft in Wertpapieren	11
1. Die Börsenmäßigkeit des Abschlusses nach der Definition des Börsentermingeschäfts in § 48 BG a.F.	12
2. Die Börsenmäßigkeit des Abschlusses unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Aufgabe des Börsentermingeschäfts	14
2. Abschnitt Der Börsenterminhandel bis 1931	17
I. Das Fest-, Fix- oder feste Termingeschäft mit Prolongationsgeschäft	18
II. Das Prämiengeschäft als Vor- und Rückprämiengeschäft	22
1. Darstellung, wirtschaftliche Funktion und technische Handhabung des Prämiengeschäfts	22
2. Der Rechtscharakter des Prämiengeschäfts	26
a. Wesensmerkmale des Prämiengeschäfts	26
aa. Die Erklärungspflicht	27
bb. Die Einheitlichkeit des Prämiengeschäfts	28

Seite

b. Das Prämiengeschäft als Wertpapierkauf mit Rücktrittsrecht bzw. -vorbehalt oder als auflösend bedingter Wertpapierterminkauf 31

c. Das Prämiengeschäft als vertraglich eingeräumtes Wahlrecht 33

d. Das Prämiengeschäft als Wahlschuldverhältnis bzw. Schuldverhältnis mit Ersetzungs- oder Lösungsbefugnis 36

e. Die Rechtsnatur der Prämienzahlung 38

III. Das Stellage- oder Stellgeschäft 40

IV. Das Nochgeschäft 43

3. Abschnitt

Das Optionsgeschäft an den deutschen Börsen 45

I. Inhalt des Optionsgeschäfts 46

II. Rechtsvorschriften für den börsenmäßigen Handel mit Optionen 49

1. Das Optionsgeschäft - ein Börsentermingeschäft i.S. der §§ 50 ff BG 49

2. Die Bedeutung der §§ 50 ff BG für den Optionshandel 51

a. Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenterminhandel gem. § 50 BG 52

b. Die Genehmigungspflicht gem. § 63 BG 56

c. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen §§ 50, 63 BG 58

aa. Allgemeines 58

bb. Börsenverwaltungsrechtliche Folgen 59

cc. Börsenprivatrechtliche Folgen 60

(1) Die verbotenen Börsentermingeschäfte 60

(2) Die erlaubten Börsentermingeschäfte 61

(a) Die Börsentermingeschäftsfähigkeit 62

(b) Die Sicherheitsleistung gem. § 54 BG 65

(c) Weitere, die Wirksamkeit unverbindlicher aber erlaubter

Seite

(3) Der Ausschluß des Differenzeinwandes gem. § 58 BG 70

3. Die besonderen Geschäftsbedingungen für Optionsgeschäfte im Bereich der Wertpapierbörsen und der Kreditinstitute 75

a. Besondere Bedingungen für Optionsgeschäfte (Wertpapierbörsen) 75

aa. Abschluß des Optionsgeschäfts 76

bb. Ausübung der Option 78

cc. Behandlung von anfallenden Nebenrechten 80

dd. Behandlung bei Unterbreitung eines Umtausch- oder Abfindungsangebotes gem. § 13 BesBedW 82

b. Sonderbedingungen für Optionsgeschäfte (Kreditinstitute) 85

III. Die Liquidationskasse AG 91

1. Allgemeine Aufgaben und Funktion der Kasse 91

2. Das Regulativ der Lombardkasse AG/Liquidationskasse AG gemäß den von den Wertpapierbörsen festgesetzten 'Besonderen Bedingungen für Optionsgeschäfte' 96

a. Die Anerkennung als Teilnehmer am Optionshandel durch die Kasse 96

b. Pflichten des Teilnehmers 99

c. Die Pflichten der Kasse, insbesondere die Gewährleistungspflicht 104

IV. Die rechtliche Einordnung des börsenmäßigen Optionsgeschäfts 109

1. Die börsenmäßige Option als bedingte Berechtigung (Bedingungstheorie) 111

a. Grundsätzliche Bedenken 111

b. Spezielle Bedenken 113

2. Die börsenmäßige Option als ein länger als üblich befristetes oder unwiderrufliches Angebot (Angebotstheorie) 115

a. Grundsätzliche Bedenken 116

Seite

3. Die börsenmäßige Option als vertraglich eingeräumtes Gestaltungsrecht (Gestaltungsrechtstheorie) 118

4. Abschnitt
Die Schweizer Termingeschäfte am Beispiel der Zürcher Effektenbörse 121

I. Historische Entwicklung der Zürcher Börse und ihrer Gesetzgebung 121

II. Die Termingeschäfte an der Zürcher Effektenbörse 126

1. Das Schweizer Termingeschäft 126
2. Termingeschäft und Differenzeinwand 128
3. Rechtsgrundlagen für den Terminhandel an der Zürcher Effektenbörse 130
a. Das 'Gesetz betreffend den gewerbsmäßigen Verkehr mit Wertpapieren' 130
b. Die 'Usancen' der Zürcher Effektenbörse 133
c. Die 'Börsenordnung' der Zürcher Effektenbörse 136
d. Das 'Reglement über die Abwicklung des Wertschriften-Termin-Verkehrs unter den Mitgliedern des Effektenbörsenvereins Zürich' (Termin-Clearing) 137

III. Die Abwicklung von Termingeschäften an der Zürcher Effektenbörse 139

1. Das Züricher Liquidationsverfahren 140
2. Abwicklung bei Zahlungsunfähigkeit des Mitgliedes 144

IV. Maßnahmen zum Schutz der am Terminhandel beteiligten Parteien, insbesondere im Hinblick auf das Erfüllungsrisiko 146

1. Schutz der Parteien im Außengeschäft 147
2. Schutz der Parteien im Innengeschäft 149
3. Weitere gesetzliche Schutzvorkehrungen 152

Seite

5. Abschnitt

Abschließende Gegenüberstellung und Vorschläge zur Erweiterung des deutschen Optionshandels 156

I. Prämiengeschäft - Optionsgeschäft, zwei ähnliche BTGe? 156

1. Das Spekulationsrisiko für die Parteien des Prämien- und Optionsgeschäfts 156

2. Der unterschiedliche Rechtscharakter und seine Folgen 158

a. Die Behandlung im Konkurs 158

b. Aspekte für die steuerliche Behandlung 160

c. Unterschiede in der praktischen Handhabung 163

II. Das Termingeschäft in Zürich und an deutschen Börsenplätzen 165

1. Börsentermingeschäft und Differenzeinwand 165

2. Die Verminderung des Erfüllungs- und Spekulationsrisikos nach deutschem und Zürcher Börsenrecht 167

III. Vorschläge zur Erweiterung des deutschen Optionshandels 169

1. Erweiterung des Kreises der Optionspapiere 170

2. Kapitalanlagegesellschaften (KAG) als Teilnehmer am Optionshandel 172

3. Abbau der Deckungsverpflichtung gemäß §§ 3, 4 Regulativ 175

Literaturverzeichnis

Apt, Max — Börsengesetz, 5. Auflage, Berlin 1909

Ammenhäuser, E. — Der Effektenverkehr an deutschen Börsen, Betriebs- und finanzwirtschaftliche Forschungen, II. Serie, Heft 39, Berlin, Wien 1928

Aschenbrenner, Ph. — Der Börsenterminhandel in Wertpapieren, Berlin 1927

Baschy, R. — Das Prämiengeschäft an den Schweizer Börsen, in BZ Nr. 193 v. 9.10.1963

Baur, J. — Investmentgesetze, Kommentar zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und zum Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile (Ausl-InvestmG), Berlin 1970

Bley, S. — Wertpapier-Optionsgeschäfte, Stuttgart 1970

Blümich-Falk — Einkommenssteuergesetz, 2. Bd., 10. Aufl., München 1972

Bötticher, E — Besinnung auf das Gestaltungsrecht in 'Festschrift für Hans Dölle', Bd. 1, Tübingen 1963

Bremer, H. — Grundzüge des ausländischen und deutschen Börsenrechts, Berlin/Heidelberg/New York 1969 zit. 'Grundzüge'

Die neuen Schwerpunkte der Börsenreform in BB 1970, 1 ff zit. 'Schwerpunkte'

Brestel, H. — Wieder Börsentermingeschäfte in Deutschland? in AG 1959, 132 ff

Bruns, G. — Effektenhandel an deutschen und ausländischen Börsen, Frankfurt/M. 1961

Cartellieri, W. — Die Option in BB 1948, 162 ff

Cosack — Lehrbuch des Handelsrechts, 12. Auflage, Stuttgart 1930

Clerici, E. — Die Zürcher Börse, in AG 1963, 128 ff.

Degner, H. — Optionshandel - Glücksspiel oder Kunstspiel? in AG 1970, 253 ff

Düringer-Hachenburg — Das Handelsgesetzbuch
Bd. V 1. Hälfte §§ 373-382 HGB
3. Auflage, Mannheim, Berlin, Leipzig 1933
Bd. V 2. Hälfte §§ 383-473 HGB
3. Auflage, Mannheim, Berlin, Leipzig 1932
zitiert mit Bearbeiter

Enneccerus-Nipperdey — Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 15. Auflage, Tübingen 1960

Erler, J. — Wahlschuld mit Wahlrecht des Gläubigers und Schuld mit Ersetzungsbefugnis des Gläubigers, Köln, Berlin 1964

Erman, W. — Handkommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 1. Band, 5. Auflage, Münster 1972
zitiert mit Bearbeiter

Fisch, H. — Verträge mit Spielcharakter nach schweizerischem Obligationenrecht, Bern 1928

Flume, W. — Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, II. Band, Das Rechtsgeschäft, Berlin/Heidelberg/New York 1965

Fuchs, F. — Beiträge zur Geschichte der Zürcher Effektenbörse, Zürich 1913

Göppert, H. — Über das Börsentermingeschäft in Wertpapieren, Berlin 1914

Guhl, T. — Das Schweizerische Obligationenrecht mit Einschluß des Handels- und Wertpapierrechts, 6. Auflage, Zürich 1972

Hahn, O. — Erlaubte und verbotene Termingeschäfte, in DB 1960, 971 ff

Handbuch der Zürcher Effektenbörse, Zürich 1970

Harbeck, O.	Sicherer Hort Schweiz, Frankfurt/M. 1973
Hartmann/Martens	Der Börsenterminhandel in der Bundesrepublik, 2. Auflage, München 1970
Heinemann, G.	Der Börsenterminhandel und das Reichsgericht, Berlin 1909
Henggeler, J.	Beiträge zum Börsenstrafrecht (Abschlußverbote, Verleitung und Ausbeutung), Diss. Zürich 1909
Henrich, D.	Vorvertrag, Optionsvertrag, Vorrechtsvertrag, Berlin, Tübingen 1965
Hintner, O.	Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961
Horn, A.	Das Börsentermingeschäft in Wertpapieren mit dem Ausland - Europa, USA -, Köln 1974
Hunold, A.	Die Schweizer Effektenbörsen, Zürich 1949
Kleines Brevier der Zürcher Börse	8. Auflage, Zürich 1971 zit. 'Brevier'
Kommentar zum Börsengesetz	auf Veranlassung des Zentralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes bearbeitet von H. Rehm, H. Trumpler u. a., Berlin 1909
Kubierschky, F.	Bedeutung des Konkurses für Wiederkauf und Option, Diss. Erlangen 1936
Künzel, R.	Börsentermingeschäfte in zivil- und steuerrechtlicher Sicht in AG 1961, 133 ff zit. Börsentermingeschäfte
	Die Option in zivil- und steuerrechtlicher Sicht in AG 1969, 235 ff zit. Option
Kuhlke, H.	Nach vier Jahrzehnten wieder Terminhandel in ZKW 1970, 308 ff
Kullak, H.	Der Begriff der Börsentermingeschäfte, Diss. Leipzig 1930

Kurz, H.	Die Schweizer Effektenbörsen, ihre Organisation, ihre Geschäfte und ihre volkswirtschaftliche Bedeutung, Zürich 1931
Larenz, K.	Lehrbuch des Schuldrechts, Bd. II Besonderer Teil, 10. Auflage, München 1972, zit. Schuldrecht
	Die rechtliche Bedeutung von Optionsvereinbarungen in DB 1955, 209 ff zit. Optionsvereinbarungen
Leitfaden für das börsenmäßige Optionsgeschäft	erstellt im März 1970 von Vertretern des Kreditgewerbes gebildeten 'Arbeitsgruppe Optionsgeschäft', Sonderdruck der WM, Köln, zit. 'Leitfaden'
Leitner, F.	Das Bankgeschäft und seine Technik, 3. Auflage, Frankfurt 1912
Liesecke, R.	Die Sicherheiten der Bank nach Nr. 19 ff AGB in der neuen Praxis in WM 1969, 546 ff
Lorenz, W.	Vorzugsrechte beim Vertragsschluß in 'Festschrift für Hans Dölle', Bd. 1, Tübingen 1963
Marthaler, J.	Das Termingeschäft an den europäischen Aktienbörsen in AG 1961, 320 ff
Meyer, O.	Die Rechtssprechung der Berufungsgerichte in Börsenehrengerichtssachen in Bank-Archiv 1927/28, 439 ff
Meyer-Bremer	Börsengesetz, 4. Auflage, Berlin 1957
Mindner, R.	Das kleine Börsenlexikon, Ausgabe 1972, Frankfurt 1973
Nußbaum, A.	Kommentar zum Börsengesetz, München 1910 zit. Nußbaum, 'Kommentar'
	Die Börsengeschäfte, in "Handbuch des gesamten Handelsrecht", herausgegeben von Ehrenberg II. Band, Leipzig 1918 zit. Nußbaum, 'Handbuch'

Obst/Hintner	Geld-, Bank- und Börsenwesen, 36. Auflage, München 1967
Oldemeyer, W.	Soll der Effektenterminhandel in der Bundesrepublik wieder eingeführt werden? Diss. Köln 1963
Oppermann, G.	Börsen- und Wertpapiergeschäfte, Frankfurt/M. und Köln 1957
Oser-Schönenberger	Kommentar zum OR, 3. Teil Art. 419-529 OR, 2. Auflage, Zürich 1945
Pagenstecher-Grimm	Der Konkurs, 4. Auflage, München 1968
Pook, F.	Wege zur Einbürgerung von Optionsgeschäften, Sonderdruck der BZ Nr. 90 v. 13.5.1964, zit. Wege
	Fragen des Effekten-Terminhandels in Theorie und Praxis in Bank-Betrieb 1967, 140 ff, zit. Fragen
Prion, W.	Die Preisbildung an den Wertpapierbörsen, insbesondere auf dem Aktienmarkt der Berliner Börse, 2. Auflage, München und Leipzig 1929
Raape, L.	Die Wollensbedingung, Halle 1912
Reimann, W.	Möglichkeiten und Grenzen des Optionsgeschäfts, Sonderdruck der BZ, Nr. 118 v. 26.6.1970 (sohne Seitenangabe)
Rossi-Naef, A.	Die Abwicklung von Börsengeschäften in der Schweiz in 'Abwicklung von Börsengeschäften im In- und Ausland', Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe Universität, Frankfurt 1971
Schlicht, H.	Börsenterminhandel in Wertpapieren, Frankfurt/M. 1972
Schmidt, F.	Liquidation und Prolongation im Effektenterminhandel, Leipzig 1912

Schönle, H.	Bank- und Börsenrecht, München 1971
Schreib, H.	Börsenterminhandel endlich startklar in Wertpapier 1969, 144 ff
Schumann, W.	Die Option, Diss. Tübingen 1969
Soergel-Siebert	Bürgerliches Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Bd. 1 Allgemeiner Teil (§§ 1-240), 10. Auflage, Stuttgart/Mainz/Köln/Berlin 1967 Bd. 2 Schuldrecht I (§§ 241-610), 10. Auflage, Stuttgart/Mainz/Köln/Berlin 1967, zitiert mit Bearbeiter
Sommerfeld, H.	Die Technik des börsenmäßigen Termingeschäfts, 2. Auflage, Berlin/Wien 1929
Staub's Kommentar zum Handelsgesetzbuch	14. Auflage, Berlin und Leipzig 1933, zitiert mit Bearbeiter
Stauder/Comes	Pfand- und Zurückbehaltungsrechte im Effektengeschäft in WM 1969, 610 ff
J. v. Staudingers	Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, I. Band Allgemeiner Teil, 11. Auflage, Berlin 1957, zitiert mit Bearbeiter
Steder, K.-H.	Optionsgeschäfte der Investmentgesellschaften in ZKW 1970, 654 ff
Stillger, F.	Der Optionshandel hat sein Schattendasein überwunden in BZ Nr. 138 v. 21.7.1972
Tiefenthal, P.	Der Begriff und die privatrechtliche Regelung der Börsentermingeschäfte nach dem Börsengesetz vom 8. Mai 1908, Diss. Greifswald 1914
Tiktin, W.	Die Option im Rechtsverkehr, Diss. Heidelberg 1934

Vontobel, H.-D. Kritische Betrachtungen zum Recht der Schweizerischen Effektenbörsen, Diss. Zürich 1972

Weber, A. Geld und Kredit, Banken und Börsen, Heidelberg 1959

Wirz, E. Effektenbörsen und Firmenpublizität, Zürich 1969

Ziganke, H. Zur bevorstehenden Aufnahme des Optionsgeschäfts in WM 1969, 3290 ff

Zur technischen Abwicklung des Optionsgeschäfts Vorabdruck aus Bank-Betrieb 1970, Heft 7-8

M a t e r i a l i e n

Begründung zum Entwurf eines Börsengesetzes
Stenographische Berichte über die Verhandlungen des Reichstages, IX. Legislaturperiode, IV. Session 1895/97, Band 151, S. 5 ff,
zitiert: Begründung I

Begründung des Entwurfs eines Gesetzes betreffend Änderung des Börsengesetzes der Verhandlungen des Reichstages, XII. Legislaturperiode, I. Session, Band 243, S. 2599 ff.

Anlagen zu den Stenographischen Berichten Nr. 471 bis 526
zitiert: Begründung II

Bundesrat Drucksachen Jahrgang 1970 Band 12
Drucksachen 491/70 bis 550/70, Bonn 1970
Drucksachen Nr. 522/70
zitiert: BR-Drucksache 522/70

Bericht der Studienkommission für Fragen des Börsenterminhandels, vorgelegt der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen am 29. November 1966 in Frankfurt/Main,
zitiert: Pook-Bericht

Abkürzungen

BG	Börsengesetz von 1908
BGE	Entscheidung des Schweizer Bundesgerichts
BO	Börsenordnung (dahinter jeweils der Name der betreffenden Börse)
BTG	Börsentermingeschäft
BTH	Börsenterminhandel
BZ	Börsenzeitung
D'dorf	Düsseldorf
F'furt	Frankfurt
GeschBed	Geschäftsbedingungen (dahinter jeweils der Name der betreffenden Börse)

Einleitung

Nach einer fast vierzigjährigen Unterbrechung wurde am 1.7.1970 - als Teilstück der Börsenreform - an den Wertpapierbörsen der Bundesrepublik und Westberlins der Terminhandel in Wertpapieren in der Form des Optionshandels wieder aufgenommen. Die Wiederaufnahme auch der bis zur Einstellung des Börsenterminhandels 1931 üblichen weiteren Formen wie besonders des Festgeschäfts und des Prämien-, Stellage- und Nochgeschäfts wurde zunächst zurückgestellt. Diese Entscheidung wurde von der Börsensachverständigenkommission damit begründet, daß das Optionsgeschäft besonders geeignet sei, einmal, weil sich das Spekulationsrisiko noch weiter als beim Prämiengeschäft einschränken ließe, und zum anderen, weil bei dieser Form des Terminhandels Kreditmarktanspannungen zum Ultimo nicht zu befürchten seien.

Im folgenden soll zunächst sowohl das 'alte' Termingeschäft wie auch das Optionsgeschäft in seiner Funktionsweise und seiner rechtlichen Eigenart dargestellt und erläutert werden mit dem Ziel, die sich aus der unterschiedlichen Rechtsnatur beider Termingeschäfte ergebenden Folgen im wirtschaftlichen Bereich aufzuzeigen.

In diesem Rahmen ist insbesondere das Optionsgeschäft dem wirtschaftlich ähnlichen Prämiengeschäft gegenüberzustellen.
Auf Grund des aktuellen Anlasses der Neueinführung wird das Schwergewicht der Untersuchung bei der Darstellung und Erläuterung des Optionsgeschäfts liegen. Ausgehend von der Tatsache, daß der Optionshandel in der Bundesrepublik

am gesamten Börsenumsatz bisher noch einen verschwindend geringen Anteil hat, soll mit der Darstellung des Terminhandels an der Zürcher Effektenbörse ein Terminmarkt vorgestellt werden, dessen Umfang etwa ein Drittel des gesamten dortigen Börsenumsatzes ausmacht.

Besonderes Gewicht wird dabei der Darstellung des dortigen Liquidationsverfahrens sowie der gesetzlichen Maßnahmen zur Verminderung des Erfüllungs- und des Spekulationsrisikos beigemessen, da in der liberalen Einstellung, die sich dort offenbart, eine der Ursachen für die Ausweitung des Zürcher Terminhandels zu finden ist.

Schließlich sollen aus den bisher mit dem Optionshandel und den in Zürich gemachten Erfahrungen Vorschläge unterbreitet werden, die auf eine Intensivierung des deutschen Optionshandels abzielen.

1. Abschnitt

Allgemeines

I. Die geschichtliche Entwicklung des Effektenterminhandels in Deutschland bis zur Einführung des Optionshandels

Die Entwicklung eines Effektenterminhandels setzt notwendig eine Börse voraus als einen Markt, auf dem sich regelmäßig zu bestimmter Zeit an bestimmtem Ort Angebot und Nachfrage in bestimmten Wertpapieren treffen.[1)]

Denn nur im Vertrauen auf täglich zustande kommende Umsätze in allen Wertpapieren konnte sich ein Börsengeschäft entwickeln, dessen Eigenart, das zeitliche Auseinanderfallen von Verpflichtungs- und Erfüllungsgeschäft, dem Teilnehmer die Möglichkeit bietet, nahezu ohne Einsatz eigener Mittel durch Ausnutzung von Kursschwankungen überproportionale Gewinne zu machen.[2)]

Die Effektentermingeschäfte konnten jedoch immer nur solange als wirtschaftlich sinnvolle Börsengeschäfte gelten, als sie auf effektive Erfüllung abzielend zur Intensivierung des gesamten Börsenumsatzes beitrugen. Wo diese Lieferungsabsicht entfiel und das Geschäft lediglich in der Absicht geschlossen wurde, zum Erfüllungstermin nur die Kursdifferenz zwischen dem Zeitpunkt des Verpflichtungs- und dem des Erfüllungsgeschäftes auszugleichen, wurde der Terminhandel zum 'Börsenspiel' abgewertet.[3)]

---

1) Schlicht, S. 25

2) Tiefenthal, S. 9

3) Als bekannteste Anklage des 'Börsenspiels' gilt das von Mirabeau 1787 verfaßte Pamphlet 'Dénonciations de l'agiotage', vgl. Weber, S. 343

Die Folge davon war zumeist, daß in kurzer Zeit der Terminhandel von Spekulaten beherrscht wurde, die durch Kursmanipulationen und Betrügereien den redlichen Teilnehmern schwere Verluste zufügten und die Börse in Verruf brachten.

Daher erging als erste gesetzliche Maßnahme in Hinblick auf den Effektenterminhandel in Preußen 1836 eine Königliche Verordnung, die den Abschluß solcher Geschäfte in bestimmten Wertpapieren verbot bzw. die bereits abgeschlossene Geschäfte für nichtig erklärte.[1)] Diesem Verbot, das nur Termingeschäfte in spanischen Staatsanleihen betraf, folgten 1840 und 1844 zwei weitere, durch die zuerst der Terminhandel in allen Papieren ausländischer Emittenten und danach auch der in nicht voll eingezahlten Eisenbahnwerten untersagt wurden.

Die Verbote mußten sich als wirkungslos erweisen, als sich die Spekulation anderen Papieren zuwandte. 1860 wurden daher diese Verordnungen wieder aufgehoben.[2)]

Die frühe reichsgerichtliche Rechtssprechung begegnete den erneut auftretenden Mißständen im Terminhandel mit einer Ausweitung des Spielbegriffs, der zufolge praktisch jedes Termingeschäft, das nicht in der Absicht dauernder Kapitalanlage geschlossen war, der Klagbarkeit.[3)] Da so 'mit begründeter Aussicht auf richterlichen Beifall' nahezu jedes Effektentermingeschäft zum Spiel abgewertet werden konnte, kam der Terminhandel in Wertpapieren praktisch zum Erliegen.

---

1) Tiefenthal, S. 9

2) Schlicht, S. 29

3) Nußbaum, Kommentar, S. XVI

Als gegen Ende des vorigen Jahrhunderts anläßlich des Zusammenbruchs mehrerer Banken in Berlin in großem Umfang Depotveruntreuungen sowie andere betrügerische Handlungen der Bankiers im Zusammenhang mit Börsengeschäften aufgedeckt wurden, mehrten sich die Stimmen derjenigen, die eine umfassende gesetzliche Regelung der Börse und der dort getätigten Geschäfte forderten.[1] Auf Grund verschiedener Petitionen, in denen z.T. die Einführung einer wirksamen Staatsaufsicht über die Börsen, z.T. aber auch ein generelles Verbot des Terminhandels gefordert wurde, berief der Reichskanzler 1892 die sog. Börsen-Enquete-Kommission. Aufgabe dieser Kommission war es, die tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse der Börsen aufzuklären und Vorschläge für eine Reform des gesamten Börsenwesens zu formulieren.[2]
Kennzeichnend für den 1893 vorgelegten Bericht war die starke Betonung der staatlichen Aufsicht sowie die Einführung eines 'Disziplinarhofes' für Börsenbesucher, der später im Gesetz als 'Ehrengericht' verankert wurde. Hinsichtlich des Terminhandels wurde von einem Verbot in bestimmten Waren und Wertpapieren abgeraten, da man glaubte, den Auswüchsen des Terminhandels durch eine geeignete Gestaltung der Vorschriften über die Zulassung von Wertpapieren bzw. Waren zum Terminhandel vorbeugen zu können.[3]

Der auf der Grundlage dieser Ergebnisse 1895 ausgearbeitete Gesetzentwurf wurde nach dritter Lesung vom Reichstag angenommen und trat als

---

1) Kullak, S. 2

2) Nußbaum, Kommentar, S. XVIII

3) Nußbaum, Kommentar, S. XVIX

'Börsengesetz' 1896 in Kraft. Diese erste gesetzliche Regelung des gesamten Börsenwesens enthielt allerdings gegenüber den Vorschlägen der Börsen-Enquete-Kommission erhebliche Verschärfungen. So wurde jetzt Hauptmittel zur Unterbindung der unerwünschten Auswüchse das Verbot des Terminhandels in den damals beliebtesten Spekulationspapieren', denen der Bergwerks- und Fabrikunternehmungen, § 50 FG a.F.; ebenfalls wurde die Einführung eines sog. Börsenregisters bestimmt, §§ 54 ff BG a.F.[1].

Durch die Eintragung in dieses öffentliche Register bekundeten die Eingetragenen durch ausdrückliche Erklärung, am Börsenterminhandel teilnehmen zu wollen, § 55 BG a.F. Folge der Eintragung war, daß nur der Eingetragene aus einem Börsentermingeschäft einen klagbaren Anspruch erhalten konnte, und auch nur dann, wenn die andere Partei ebenfalls im Register eingetragen war, § 66 BG a.F. Nicht eingetragene Personen konnten sich den Verpflichtungen aus Börsentermingeschäften durch Erhebung des Registereinwands entziehen.
Diese Maßnahmen, die die Spekulation einschränken und die Möglichkeit eines Mißbrauches ausschließen sollten, stellten sich kurze Zeit später als wirkungslos heraus, da sich die meisten Börsenfirmen, aus den unterschiedlichsten Gründen, nicht in das 'Spielregister' eintragen ließen.[2]

Die infolge der tatsächlichen Ausschaltung des Börsenregisters eingetretene Rechtsunsicherheit wurde noch verschärft durch die Unzulänglichkeit

---

1) Kullak, S. 2

2) Schlicht, S. 31

anderer gesetzlicher Bestimmungen, insbesondere des § 48 BG a.F., durch den das Börsentermingeschäft mittels einer unzureichenden Definition festgelegt wurde.[1)]
Die darauf einsetzende heftige Kritik an dem mit 'Börsenterminhandel'[2)] überschriebenen IV. Abschnitt des BG führte dazu, daß 1904 dem Reichstag ein 'Entwurf eines Gesetzes betreffend die Änderung des Abschnitts IV des Börsengesetzes' vorgelegt wurde.[3)]
Erst der 3. Entwurf erhielt nach erheblichen Kompromissen die Zustimmung des Bundesrats und unter dem 8. Mai 1908 die Unterschrift des Kaisers. Nach erfolgter Neuredaktion, die durch die in der Novelle enthaltenen Änderungen notwendig geworden war, trat das Börsengesetz in neuer Paragraphenzählung am 1. Juni 1908 in Kraft. Gegenüber dem BG a.F. wurde nach Wegfall der Definition des Börsentermingeschäfts sowie des Erfordernisses des Börsenregisters der IV. Abschnitt auf eine völlig neue Grundlage gestellt, die bis heute noch nicht geändert worden ist.[4)]

Im Vertrauen auf eine ordndngsgemäße Abwicklung sowie eine korrekte Erfüllung der Geschäfte kehrten die Anleger bäld zum Terminhandel zurück, der daraufhin einen beachtlichen Aufschwung nahm.[5)]

Spätere Einstellungen des BTHsfinden ihre Ursache nicht in der Mangelhaftigkeit der gesetzlichen Bestimmungen, sondern stehen in Zusammenhang mit der Schließung der gesamten Börse in-

---

1) vgl. dazu S. 12 ff
2) im folgenden BTH
3) Nußbaum, Kommentar, S. 171
4) Nußbaum, Kommentar, S. 181
5) Schlicht, S. 32

folge unnormaler Wirtschaftsentwicklungen; so etwa im Juli 1914, als der BTH und kurz darauf der gesamte Börsenhandel eingestellt wurden als Folge der durch den drohenden Kriegsausbruch ausgelösten Kursstürze. Nach Beendigung des 1. Weltkrieges war es zunächst die unsichere Wirtschaftslage, die noch durch die politische Ungewißheit verstärkt wurde, sowie später die zunehmende Geldentwertung, die die Wiederaufnahme des Börsenterminhandels trotz Öffnung der Börsen nicht sinnvoll erscheinen ließ. Die Gründe, aus denen 1925 endlich der BTH wieder aufgenommen wurde, ähneln denen, die 1970 zur Einführung des Optionshandels als einer Form des Terminhandels führten. In beiden Fällen war es die Wiedereingliederung der deutschen Wirtschaft in die Weltwirtschaft und die Einsicht, daß funktionierende Wertpapierbörsen für die Volkswirtschaft von besonderer Bedeutung sind.[1] Der Optimismus, der sich in der Wiedereinführung 1925 gezeigt hatte, war spätestens am 13. Mai 1927 verflogen. An diesem 'schwarzen Freitag' faßte die 'Vereinigung Berliner Bankiers und Banken' den Beschluß, die zur Beleihung von Effekten hergegebenen Kredit 'allmählich, aber erheblich' herabzusetzen.[2] Die Börse reagierte daraufhin mit panikartigen Verkäufen, deren Folge schwere Kursverluste waren. Damit war das neugewonnene Vertrauen der Anleger in die Börse weitgehend verloren. Auch für den Berufshandel machte sich der starke Umsatzrückgang und das Fehlen von Neuemissionen nachteilig bemerkbar. Als infolge der immer mehr um sich

---

1) vgl. Oldemeyer, S. 47; Pook-Bericht, S. 5

2) Schlicht, S. 37

greifenden Geldverknappung die Kursrückgänge ein katastrophales Ausmaß annahmen, ließ sich der Effektenterminhandel - schon wegen der Unmöglichkeit der Verlängerung des Engagements (Prolongation) - nicht mehr aufrechterhalten. Durch die Notverordnung des Reichspräsidenten über die Schließung der Börsen vom 13. Juli 1931[1] wurde auch der BTH eingestellt.

Die veränderte Wirtschaftsordnung nach 1933 und danach der 2. Weltkrieg mit der weitgehenden Zerstörung der deutschen Wirtschaft verhinderten lange Zeit die Wiederaufnahme des Effektenterminhandels. Erst 1958, nach erfolgreichem Wiederaufbau der Wirtschaft, wurde die Hoffnung vieler Börsianer auf Wiedereinführung bestärkt, als die 1957 von der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen beauftragte sog. Haalke-Kommission ihren Bericht vorlegte, in dem sie im wesentlichen zu rechtlichen und organisatorischen Fragen für den Fall der Wiedereinführung Stellung nahm.

1966 legte dann die Pook-Kommission ihren Bericht vor. Diese 1964 gebildete Kommission war von der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen beauftragt worden, den Haalke-Bericht sowie eine Studie von Eberle-Oppermann auf ihre Aktualität hin zu untersuchen, sowie beide der inzwischen weiterentwickelten Struktur der deutschen Börsen nach Möglichkeit anzupassen.[2] Obwohl die Kommission damit lediglich die Aufgabe hatte, erneut zu prüfen, welche Voraussetzungen für den Fall der Wiederaufnahme des BTH's zu schaffen waren, stellte sie zu-

---

1) RGBl. 1931, 395

2) Pook-Bericht, S. 6

gleich doch ausdrücklich fest, daß die Beweggründe, für die Einführung des Terminhandels ein geringeres Gewicht hätten als die Argumente, die dagegen sprächen.[1] Lagen die Hauptbeweggründe für die Wiedereinführung in dem Bestreben zur Internationalisierung der deutschen Börsen sowie des damit zusammenhängenden Kapitalverkehrs,[2] so überwogen zum damaligen Zeitpunkt noch die sachlichen Einwände aus dem Kreditgewerbe, die sich in der Hauptsache auf die Gefahr einer erhöhten Risikobelastung durch Anhäufung des Engagements, auf unerwünschte Kreditanforderungen durch Kreditgeschäfte und endlich auf Stoßtendenzen vor und nach den Ultimoliquidationen bezogen.[3] In diesem Stadium ging die Diskussion jedoch nur um die Wiedereinführung des Terminhandels in den Formen, die bis 1931 an den deutschen Börsen bekannt gewesen waren, also um das feste Termingeschäft, das Prämiengeschäft sowie das Stellage- und Nochgeschäft. Im Zuge der Bestrebungen, ein Termingeschäft zu finden, das unter möglichst weitgehender Ausschaltung der genannten Nachteile zugleich alle Vorzüge des Terminhandels enthielt, fiel die Wahl auf das börsenmäßige Optionsgeschäft nach dem Vorbild der New York Stock Exchange.[4]

Nachdem wiederholt sehr eindringlich die Einführung gefordert worden war[5], sprach sich die Börsensachverständigenkommission im Ergebnisprotokoll zur Börsenreform vom 14. März 1969 das erste Mal grundsätzlich für die Wiedereinführung des Terminhandels in der 'für deutsche

---

1) Pook-Bericht, S. 6

2) Hartmann-Martens, S. 14

3) Pook-Bericht, S. 7

4) Pook, Wege ..., S. 4

5) so u.a. von Prof. Schiller und den Bankiers Zahn und Lichtenberg, vgl. 'Stimmen zum Terminhandel in Wertpapieren', in WM 1969,144

Verhältnisses geeignetsten Form des Optionshandels' aus.[1] Man begründete diese Entscheidung damit, daß das Optionsgeschäft einerseits das Anlegerrisiko vermindere, andererseits aber auch im Gegensatz etwa zu dem an sich verwandten Prämiengeschäft Stoßtendenzen auf dem Kreditmarkt wie auch dem Wertpapiermarkt verhindern helfe.

Die aus Vertretern der Kreditwirtschaft und der Börsen gebildete 'Arbeitsgruppe Optionsgeschäft' arbeitete daraufhin die besonderen Geschäftsbedingungen für Optionsgeschäfte für die Wertpapierbörsen, die Kreditinstitute und die Liquidationskassen aus.
Nachdem die die Wertpapierbörsen betreffenden Geschäftsbedingungen gem. § 50 II BG durch die jeweiligen Börsenvorstände bekanntgegeben worden waren, erfolgte am 1. Juli 1970 die Zulassung der Aktien von zunächst 32 deutschen Aktiengesellschaften zum Optionshandel.[2] Damit war auch an den deutschen Börsen der Terminhandel, wenn auch zunächst nur in Form des Optionshandels, wieder aufgenommen.

II. Das Börsentermingeschäft als 'börsenmäßiges' Zeitgeschäft in Wertpapieren

Im Gegensatz zum Kassageschäft, das durch die Verpflichtung des Käufers gekennzeichnet ist, Käufe oder Verkäufe von Wertpapieren unmittelbar nach Vertragsabschluß zu erfüllen,[3] ist

---

1) Schreib, S. 144

2) inzwischen hat sich die Zahl der zugelassenen Wertpapiere auf z.Zt. 41 erhöht

3) Die in den BOen festgelegte 2-Tages-Nachfrist (vgl. z.B. § 9 GeschBed F'furt) trägt bei den Kassageschäften lediglich dem Zeitbedarf für eine ordnungsgemäße Abwicklung Rechnung.

wesentliches Merkmal des Börsentermingeschäfts[1] der über den Geschäftsabschluß weit hinausgeschobene Erfüllungszeitpunkt. Wollte man das BTG jedoch nur definieren als 'Zeitgeschäft in Wertpapieren', fänden die Merkmale und Erfordernisse keine Beachtung, die dieses Zeitgeschäft, etwa im Gegensatz zum ungeregelten Zeitgeschäft, zum BTG qualifizierten.[2] Neben das Erfordernis, ein auf festbestimmte Lieferungszeit oder -frist gerichtetes Anschaffungsgeschäft über Wertpapiere zu sein, tritt daher als für das BTG wesensnotwendig dessen 'börsenmäßiger' Abschluß.

1. Die Börsenmäßigkeit des Abschlusses nach der Befinition des BTGs in § 48 BG a.F.

Was unter der 'Börsenmäßigkeit' des Abschlusses zu verstehen sein sollte, versuchte der Gesetzgeber in der Definition des BTGs in § 48 BG a.F. aufzuzeigen.

Danach galten Zeitgeschäfte nur dann als BTGe, 'wenn sie nach Geschäftsbedingungen geschlossen werden, die vom Börsenvorstand für den Terminhandel festgesetzt sind, und wenn für die an der betreffenden Börse geschlossenen Geschäfte solcher Art eine amtliche Festsetzung von Terminpreisen erfolgt'.
Die Unzulänglichkeit dieser starren Definition zeigte sich, als es dem Handel gelang, für die freie Spekulation Geschäftsformen zu entwickeln, die nach obiger Definition mangels einer der dort genannten Merkmale keine BTGe waren und auf die daher die Bestimmungen über den BTH im BG nicht zutrafen.

---

1) im folgenden BTG

2) Schlicht, S. 40

Eine in der damaligen Zeit besonders beliebte 'Ersatzform' war das sog. handelsrechtliche Lieferungsgeschäft.[1] Obwohl es demselben oder nahezu demselben wirtschaftlichen Zweck diente wie das BTG, fehlte diesem Geschäft der nach § 48 BG a.F. erforderliche Abschluß nach vom Börsenvorstand festgesetzten Geschäftsbedingungen.[2] Da es somit kein BTG i.S. des § 48 a.F. war, konnte es auch nicht unter bestimmten Voraussetzungen wie z.B. denen des § 63 BG a.F. unwirksam sein.

Den Versuchen, auf diese Weise unerwünschte Rechtsfolgen zu umgehen, trat das Reichsgericht in zahlreichen Entscheidungen[3] entgegen, indem es sich über gesetzlich festgelegte Begriffsmerkmale des BTGs hinwegsetzte. Es ließ sich dabei von der Erwägung leiten, daß diese Geschäfte lediglich auf die Umgehung des BG gerichtet seien und daher Bestimmungen, die den BTH einschränkten, gerade auf sie anwendbar seien. Um diese Ansicht zu begründen, stellte das RG den Grundsatz auf, daß in jedem Gesetz ein über den in eben diesem Gesetz zum Ausdruck gebrachten gesetzgeberischen Willen hinausgehender Wille versteckt sei, der alle Umgehungen des Gesetzes durch das Gesetz selbst treffe.[4]

Dieser in der Literatur heftig widersprochenen Auslegungspraxis[5] war lediglich zugute zu halten, daß dadurch die den BTH betreffenden Bestimmungen des BG vor völliger Bedeutungslosigkeit bewahrt wurden.

---

1) Dieser Ersatzform bedienten sich u.a. selbst die Mitglieder der als 'Stempelvereinigung' bekannten 'Vereinigung der Berliner Banken und Bankiers'.

2) Nußbaum, Kommentar, S. XXII

3) z.B. RGZ 42,43 ff; 44, 103 ff; 47, 104 ff

4) vgl. RGZ 47, 104 (107)

5) Heinemann, S. 11 mwN

Mit der Begründung, es handele sich beim BTG um eine wechselnde wirtschaftliche Erscheinungsform eines Börsengeschäfts, die weniger an äußeren Merkmalen als vielmehr an der Funktion erkennbar sei, die es ausübt oder zumindest auszuüben bestimmt ist,[1] wurde auf die Übernahme der Definition in der Novelle zum BG 1908 verzichtet. Fortan war es der Rechtssprechung überlassen, unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Funktion im Einzelfall zu entscheiden, ob ein BTG vorlag oder nicht. Dieser Verzicht des Gesetzgebers auf eine erneute Definition unter Hinweis auf die wirtschaftliche Funktion des BTGs wurde in der Lehre begrüßt.[2]

Alle späteren Versuche, das BTG als Gegenstand der §§ 50 ff BG zu beschreiben, gingen daher aus von der wirtschaftlichen Aufgabe des BTGs, um dann nach Merkmalen zu suchen, die zur Erfüllung dieser Aufgabe unerläßlich waren.[3]

2. Die Börsenmäßigkeit des Abschlusses unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Aufgabe des BTGs

Im Unterschied zu anderen an der Börse abgeschlossenen Termingeschäften wie etwa dem Devisen- oder dem Warentermingeschäft ist im Effektenterminhandel 'die Notwendigkeit, einen künftigen Bedarf zu decken bzw. einen augenblicklichen Kurs zu sichern, kein regelmäßiges, sondern nur ein gelegentliches Bedürfnis.'[4]

---

1) Begründung II, S. 2606

2) Tiefenthal, S. 15; Kullak, S. 13; Meyer-Bremer, S. 125

3) vgl. Meyer-Bremer, S. 125

4) Göppert, S. 49

Mangels einer solchen Preis- oder Kurssicherungsfunktion läßt sich das BTG nicht erklären aus den Bedürfnissen des effektiven Wertpapierhandels.

Selbständige wirtschaftliche Aufgabe des BTGs ist vielmehr, 'dem berufsmäßigen Teilnehmer am Börsenhandel das technisch vollendetste Mittel zur leichten Bewältigung ihrer Umsätze unter möglichst geringer Bewegung von Geld und Wertpapieren zu geben'.[1] Volkswirtschaftlich sinnvoll ist das insofern, als sich aus der daraus folgenden Umsatzintensivierung an der Börse eine größere Aufnahmefähigkeit bzw. Abgabebereitschaft ergibt, die wiederum zur Kursstabilisierung und damit zu einer verstärkten Elastizität des gesamten Effektenmarktes beiträgt.[2]

Um seine Aufgabe zu erfüllen, muß daher das BTG nicht nur die Möglichkeit bieten, durch Abschluß eines Gegengeschäfts für das eingegangene Engagement Deckung zu suchen, sondern es muß auch von vornherein darauf angelegt sein, die Benutzung dieser Möglichkeit in denkbar weitestem Maße zu erleichtern.[3] Aus diesem Grund muß es alle individuellen Züge abstreifen und sich einem Reglement unterordnen, das gleichermaßen für alle BTGs gilt. Hieraus wird deutlich, warum eines der Kriterien für die Annahme eines BTGs der Abschluß zu typischen, für alle BTGs gleichen Geschäftsbedingungen ist. Nicht notwendig ist dagegen, daß diese Geschäftsbedingungen vom Börsenvorstand aufgestellt sind.[4]

---

1) Begründung II, S. 2602

2) Oldemeyer, S. 83

3) Meyer-Bremer, S. 125

4) vgl. RGZ 42, 43 (47)

Weiterhin muß eine Beziehung zu einem Terminmarkt bestehen, auf dem jederzeit die Möglichkeit zum Abschluß eines gleichartigen Gegengeschäfts gegeben ist. Unbeachtlich ist dabei jedoch, durch wen die Preisfeststellung erfolgt.[1)]

'Börsenmäßig' abgeschlossen und damit ein BTG ist ein Zeitgeschäft in Wertpapieren somit immer dann, wenn es nach Geschäftsbedingungen abgeschlossen ist, die dem Zeitgeschäft alle individuellen Merkmale abstreifen und die für alle BTGe gleichermaßen gelten. Das so zum Massengeschäft umgewandelte Zeitgeschäft muß darüber hinaus noch in Beziehung zu einem Terminmarkt stehen, an dem jederzeit die Möglichkeit besteht, ein gleichartiges Gegengeschäft abzuschließen.[2)]

---

1) vgl. RGZ 47, 104 (112)

2) Meyer-Bremer, S. 125; Kullak, S. 48

2. Abschnitt

Der Börsenterminhandel bis 1931

Seit Bestehen eines Börsenterminhandels haben sich besondere Formen herausgebildet, die über ihren Charakter als BTG hinaus besonders geeignet sind, den jeweiligen Bedürfnissen der Spekulation sowie den entsprechenden Anforderungen des Handels Genüge zu leisten.

Besondere Bedeutung an den deutschen Wertpapierbörsen bis zu deren Schließung 1931 erlangten das Festgeschäft, das Prämiengeschäft in seinen Varianten als Vor- und Rückprämiengeschäft, das Stellage- und das Nochgeschäft.

Aufgabe dieses Abschnitts ist es, unter besonderer Berücksichtigung des Prämiengeschäfts als der dem Optionsgeschäft ähnlichsten Form die rechtlichen Eigenarten sowie die wirtschaftliche Wirkungsweise dieser Ausprägungen darzustellen und zu erläutern.
Dabei soll dies weniger ein Rückblick sein als vielmehr die Untersuchung von BTGen, deren Einführung als Teil der Börsenreform zwar zunächst zu Gunsten des Optionsgeschäfts abgelehnt, für einen späteren Zeitpunkt jedoch nicht ausgeschlossen worden ist.[1)]

Aus diesem Grund ist auf die Erläuterung der bis 1931 geltenden Usancen und Geschäftsbedingungen verzichtet worden.

---

1) BZ Nr. 128 v. 10. Juli 1969;
Schreib, S. 208

I. Das Fest-, Fix- oder feste Termingeschäft[1] mit Prolongationsgeschäft

Die klassische und bis 1931 zugleich die beliebteste Form, per Termin zu handeln, ist das Festgeschäft.

Inhalt eines Festgeschäfts ist die Verpflichtung, eine nach Anzahl und Art bestimmte Menge Wertpapiere zu einem fest vereinbarten Kurs an einem bestimmten späteren Zeitpunkt unwiderruflich zu liefern bzw. abzunehmen.

Den Charakter eines BTG verdankt das Festgeschäft dem hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt, dem usancemäßig festgelegten Inhalt der Leistung und der Leistungszeit, die es ermöglicht, auf einem Terminmarkt jederzeit ein gleichartiges Gegengeschäft abzuschließen.

Rechtlich handelt es sich um ein Zeitgeschäft, das den Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren zum Gegenstand hat und das 'fix' abgeschlossen wird.[2] Die unwiderrufliche Erfüllungsverpflichtung bedeutet für die Parteien, daß der Vertrag auch bei entgegen der Spekulation eingetretenen Kursänderungen erfüllt werden muß. Dadurch wird das Festgeschäft insofern besonders risikoreich, als nicht nur theoretisch unbegrenzte Gewinnchancen bestehen, sondern die Verlustmöglichkeiten theoretisch ebenfalls unbegrenzt sind.

Da die Parteien regelmäßig ihren Leistungsverpflichtungen durch Abschluß eines gleichartigen Gegengeschäfts, d.h. eines Geschäfts mit entgegengesetztem Leistungsinhalt, de facto ent-

---

1) im folgenden nur Festgeschäft

2) Schönle, S. 419;
vgl. auch § 16 GeschBed Berlin

gehen, besteht der Gewinn bzw. Verlust aus der Differenz zwischen An- und Verkaufskurs.[1] Hat eine Partei bis zum Erfüllungs- oder Liquidationstag ihr Geschäft noch nicht durch Abschluß eines Gegengeschäfts 'glattgestellt', so kann der Grund hierfür in ihrer momentanen Illiquidität liegen oder aber darin, daß sie in ihre Spekulation längerfristige, über die Liquiditätsperiode - regelmäßig von Ultimo zu Ultimo eines jeden Monats - hinausgehende Betrachtungen miteinbezogen hat.[2] In diesen Fällen wird die betreffende Partei versuchen müssen, die mit Abschluß des Festgeschäfts von ihr eingegangene Verpflichtung, am Ultimo in vereinbarter Weise Wertpapiere zu liefern bzw. abzunehmen, auf den nächsten Ultimo zu 'verschieben', in der Hoffnung, daß bis dahin die Spekulation aufgegangen bzw. die Illiquidität behoben ist.

Die Schwierigkeit ist dabei, daß das Festgeschäft als 'normiertes' Geschäft keiner individuellen Abrede, wie z.B. der Stundung zugänglich ist. Um das Festgeschäft einerseits zum Ultimo vertragsgemäß zu erfüllen, andererseits aber auch der Situation des Betroffenen gerecht zu werden, ist für diese Fälle das sog. Prolongationsgeschäft entwickelt worden, das entsprechend dem zu Grunde gelegten Festkauf als Report- bzw. im Falle eines Festverkaufs als Depotgeschäft abgeschlossen wird.

Parteien dieses Geschäfts sind neben der betreffenden Partei als Reportierter bzw. Deportierter eine dritte Person, der Reporteur

---

1) Nebenkosten sollen der Einfachheit halber nicht berücksichtigt werden.

2) Oldemeyer, S. 31

bzw. Deporteur. Inhalt dieses Prolongationsgeschäfts ist einmal die Verpflichtung des Dritten, in das zugrunde gelegte Festgeschäft einzutreten und anstelle des ursprünglich Verpflichteten das Geschäft am Ultimo zu erfüllen. Darüber hinaus wird zwischen beiden Parteien die Abrede getroffen, daß das Geschäft zum nächsten Ultimo, in Ausnahmefällen auch später, wieder rückabzuwickeln ist, z.B. der Reporteur im Falle eines zugrunde liegenden Festkaufes den Kaufpreis gegen Übertragung der Wertpapiere, die ihm kraft Eintritts in die Rechte des Reportierten geliefert worden waren, zurückerhält. Zusätzlich zahlt der Reportierte den sog. Report, eine Vergütung für die in der Zahlung des Reporteurs liegende Kapitalleihe; der Deporteur, also derjenige, der kraft Eintritts in das Festgeschäft Wertpapiere zu liefern hatte, erhält später gegen Entrichtung eines um den 'Deport' geminderten Liquidationskurs Wertpapiere der gleichen Art wieder zurück.[1)]

Als Liquidationskurs wird der Kurs bezeichnet, der im Zuge des Liquidationsverfahrens vom Börsenvorstand festgesetzt wird. Dieser Kurs bezweckt eine glatte Einbeziehung des Prolongationsgeschäfts in das Liquidationsverfahren, in dem der Dritte entsprechend als Käufer bzw. Verkäufer eines Gegengeschäfts auftritt.

Aus wirtschaftlicher Sicht stellt sich das Prolongationsgeschäft als Darlehensgeschäft dar, für das der Darlehensnehmer Zinsen zahlen muß unter Hinterlegung der Wertpapiere bzw. des Kaufpreises als Sicherheit. Gegenüber dem

---

1) Schönle, S. 414

Lombarddarlehen, d.h. dem Beleihen von lombardfähigen Wertpapieren, liegt für den Darlehensgeber der Vorteil darin, daß er selbst Eigentümer dieser Wertpapiere wird;[1] für den Darlehensnehmer dagegen liegt der Vorteil darin, daß er den ganzen Liquidationswert und nicht nur einen unter Umständen geringen Wert als Darlehen erhält.[2]

Rechtlich qualifizieren sich die Prolongationsgeschäfte als Kauf- bzw. Verkaufsgeschäfte unter gleichzeitiger Vereinbarung eines entgegengesetzten Geschäfts zum nächsten Ultimo.[3] Insofern sind sie rechtlich völlig unabhängig vom ursprünglichen Festgeschäft[4] und können daher die Verlustgefahr des Spekulanten nicht von vornherein vermindern oder gar beheben.[5] Wirtschaftlich jedoch wird das Risiko des Festgeschäfts, das sich hauptsächlich aus der Einhaltung eines bestimmten Liquidationszeitpunktes ergibt, dadurch vermindert, als durch die Prolongation dem Teilnehmer die Möglichkeit erhalten bleibt, daß seine Spekulation zu einem späteren Zeitpunkt aufgehen kann. Das Prolongationsgeschäft ist daher nicht Notbehelf, sondern Hilfsmittel[6] des Festgeschäfts.
Da die Prolongation ein Termingeschäft mit festen Verpflichtungen voraussetzt, kann z.B. eine Verlängerung des Engagements bei einem Prämiengeschäft nur so zustande kommen, daß der Prämienkäufer am Erklärungstag Lieferung bzw. Abnahme verlangt und frühzeitig das so entstandene 'feste' Geschäft prolongiert.[7]

---

1) Hintner, S. 112
2) Weber, S. 335
3) Schönle, S. 414
4) Künzel, Börsentermingeschäft, S. 133
5) Hartmann-Martens, S. 52
6) Künzel, Börsentermingeschäft, S. 133
7) Nußbaum, Handbuch, S. 587

II. Das Prämiengeschäft als Vor- und Rückprämiengeschäft

Gegenstand der Diskussion um die Wiedereinführung des BTGs an bundesdeutschen Börsen war anfänglich nur die Wiederaufnahme des Terminhandels in seinen 'alten' bis 1931 üblichen Formen.

Das dann später eingeführte Optionsgeschäft ist wegen seiner Ähnlichkeit mit dem Prämiengeschäft oft als Sonderform oder Abart des Prämiengeschäfts bezeichnet worden.[1)]
Eine genaue Darstellung sowohl der rechtlichen und wirtschaftlichen Erscheinung des Prämiengeschäfts erscheint insofern notwendig, als erst dann deutlich gemacht werden kann, ob überhaupt bzw. in welchem Umfang solche Übereinstimmung bzw. Ähnlichkeit zwischen beiden Geschäften vorliegt.[2)]

1. Darstellung, wirtschaftliche Funktion und technische Handhabung des Prämiengeschäfts

Seine Entwicklung verdankt das Prämiengeschäft dem Bestreben der Börsenspekulation, ein BTG zu schaffen, bei dem das Erfüllungsrisiko,

---

1) Schlicht, S. 57; Hartmann-Martens, S. 54; Schönle, S. 420

2) Bei den folgenden Ausführungen sind weitgehend die von der Haalke-Kommission ausgearbeiteten und von der Pook-Kommission in dem Pook-Bericht übernommenen 'Bedingungen für Geschäfte an der Börse Abschnitt: Zeitgeschäfte' (zit. GeschBed) zugrunde gelegt worden.
Der Grund hierfür liegt in der Annahme, daß bei einer möglichen Wiedereinführung des Prämiengeschäfts diese GeschBed zumindest Grundlage für eine vorausgehende Diskussion sein werden. Da die GeschBed aufbauen auf den alten Usancen, unterscheidet sich das von der Pook-Kommission vorgeschlagene Prämiengeschäft nicht von dem bis 1931 üblichen.

das beim Festgeschäft auf Grund der unwiderruflichen Erfüllungsverpflichtung uneingeschränkt zulasten beider Parteien bestand, von vornherein zu begrenzen und damit kalkulierbar zu machen.[1] Vertragsinhalt des Prämiengeschäfts ist daher die Berechtigung des Käufers der Prämie, an einem usancemäßig festgelegten Tag, dem Prämienerklärungstag, Lieferung bzw. Abnahme bestimmter Werte zu dem vereinbarten Kurs zu verlangen oder aber zu abandonnieren, d.h. auf das Geschäft zu verzichten.[2] Als Gegenleistung erhält die andere Partei, der sog. Stillhalter, im Fall des Lieferungs- bzw. Abnahmebegehrens des Käufers einen Preis, der um den 'ecart' höher bzw. tiefer liegt, als der Kurs bei Abschluß eines Festgeschäfts.[3] Als ecart (franz.: Unterschied) bezeichnet man die Spanne zwischen Prämienkurs (Kurs, der bei Lieferung bzw. Abnahme zu bezahlen ist) und Tageskurs (Kurs, der am Abschlußtag für Festgeschäfte gilt). Abandonniert dagegen der Käufer, so muß er dem Stillhalter eine Prämien zahlen.

Abgesehen von Spesen, Courtage und Börsenumsatzsteuer, die bei Abschluß des Prämiengeschäfts unabhängig von der späteren Erklärung fällig werden[4], ergibt sich für den Käufer nur ein Risiko in Höhe der Prämie, da er im Fall der Nichterfüllung seiner Spekulationserwartung das Geschäft abandonnieren wird und damit, anders als beim Festgeschäft, seine Verpflichtung gegenüber dem Stillhalter nur noch in der Zahlung der Prämie besteht. Diese

---

1) Sommerfeld, S. 41; Mühlbauer, S. 27

2) vgl. Nr. 2 Präambel GeschBed

3) Düringer-Hachenburg-Breit, S. 480; Schlicht, S. 52

4) vgl. dazu Künzel, Börsentermingeschäft, S.135

Risikobegrenzung ergibt sich nur auf seiten des Käufers; der Stillhalter hingegen trägt das volle Kursrisiko, allerdings gemindert um den Betrag des 'ecarts'.

Entsprechend der Spekulationsrichtung kauft der Haussier eine Vorprämie bzw. der Baissier eine Rückprämie. Kann also der Käufer einer Vorprämie am Erklärungstag Lieferung bestimmter Werte verlange, so der Käufer einer Rückprämie Abnahme. Die Bezeichnung 'Vor- bzw. Rückprämie' resultiert aus der Tatsache, daß der Prämienkurs gegenüber dem Tageskurs um den ecart vorwärts bzw. rückwärts geschoben wird.[1)]

Für die technische Seite des Prämiengeschäfts ist zunächst von Bedeutung, daß sich die usancemäßigen Abschlüsse zum laufenden Ultimo verstehen; Abschlüsse zum Ultimo des folgenden Monats sind zwar zulässig, müssen jedoch gemeldet und sofort abgesichert werden, § 1 GeschBed.

Die vor 1931 an manchen deutschen Börsen bekannte Medioliquidation[2)] sollte an deutschen Börsen zunächst nicht wieder eingeführt werden. Die Gründe hierfür sind darin zu sehen, daß das Prämiengeschäft, um lohnend zu sein, von der Erwartung relativ starker Kursabweichungen[3)] abhängig ist, solche Kursabweichungen in einem Zeitraum von bis zu einem halben Monat jedoch zu selten sind, als daß sich dafür der Aufwand eines besonderen Abrechnungszeitraums auszahlen würde.

---

1) Sommerfeld, S. 41

2) vgl. § 17 III GeschBed Berlin

3) Prion, S. 108; Nußbaum, Handbuch, S. 579

Die Liquidationskurse, d.h. die Kurse, zu denen die Liquidationskasse die Engagements reguliert, werden vom Börsenvorstand festgestellt, § 4 GeschBed; sie entsprechen in der Regel den am Erklärungstag festgestellten Einheitskursen. Ebenfalls vom Börsenvorstand festgelegt werden die Erklärungs- und Erfüllungstage, § 5 GeschBed. Nachdem beide Parteien am Erklärungstag an die Liquidationskasse weitergemeldet haben, nimmt jene nach vorangegangener Abstimmung der Stückzahlen unter Barverrechnung der Differenz zwischen Prämien- und Liquidationskurs die Regulierung der Engagements vor.[1)]

Vor 1931 wurden an der Berliner Fondsbörse die Prämiengeschäfte nicht offiziell notiert, sondern lediglich von bestimmten Privatbankhäusern regelmäßig veröffentlicht.[2)] Für den Fall der Wiedereinführung war ebenfalls keine amtliche Notierung vorgesehen. Dem Publikationsbedürfnis der Öffentlichkeit sollte jedoch dadurch Rechnung getragen werden, daß die Liquidationskassen verpflichtet sein sollten, alle Terminumsätze, und zwar auch solche außerhalb der Börsenzeit, zu erfassen und bekanntzugeben.[3)]

Prämiengeschäfte können als Einzelgeschäfte betrieben und bis zum Prämienerklärungstag unverändert durchgehalten werden, sie können aber auch, und das entspricht im Grunde ihrem Charakter als BTG, mit anderen BTGen kombiniert werden. Bekannte Kombinationen sind z.B. die Verbindung eines Festkaufs mit einer Vorprämie

---

1) vgl. § 22 Regulativ; auf das Liquidationsverfahren wird an anderer Stelle eingehend eingegangen werden.

2) Düringer-Hachenburg-Breit, S. 480

3) Pook-Bericht, S. 10

oder umgekehrt eine Vorprämie mit einem Festverkauf. Der spezialisierte Händler wird darüber hinaus z.B. als Stillhalter einer Vorprämie sich durch einen Festkauf über die Hälfte der zu verkaufenden Stücke und durch eine Stellage in der gleichen Höhe absichern.[1] Es versteht sich von selbst, daß sich diese Kombinationen weniger für die Masse des Publikums eignen.

2. Der Rechtscharakter des Prämiengeschäfts

So eindeutig sowohl die wirtschaftliche Funktion als auch die technische Handhabung des Prämiengeschäfts ist, so umstritten ist seine rechtliche Einordnung.
Der Grund für diese Schwierigkeiten ergibt sich aus dem Fehlen einer Definition des Prämiengeschäfts in irgendeiner börsenrechtlichen Vorschrift. Das wiederum liegt aber daran, daß die Börsenvorschriften von Börsenfachleuten und ausschließlich nach praktischen Gesichtspunkten ausgestaltet worden sind.[2] Es handelt sich daher hier um den Versuch, eine im wesentlichen nach wirtschaftlichen Gesichtspunkten ausgestaltete Erscheinungsform des Börsengeschäfts im nachhinein rechtlich einzuordnen.

a. Wesensmerkmale des Prämiengeschäfts

Wenn auch den börsenrechtlichen Vorschriften kein eindeutiger Hinweis auf die Rechtsnatur des Prämiengeschäfts zu entnehmen ist, so können sich Aufschlüsse hinsichtlich der Rechts-

---

1) zu den verschiedenen Kombinationsmöglichkeiten vgl. Aschenbrenner, S. 30 ff; Sommerfeld, S. 41 ff

2) Müller, S. 11

natur des dort für die Praxis ausgestalteten Geschäfts aus den Merkmalen ergeben, die sich für das Geschäft notwendig aus den börsengesetzlichen Bestimmungen - insbesondere den der Geschäftsbedingungen - sowie der wirtschaftlichen Erscheinungsform abzeichnen.

(1) Die Erklärungspflicht

Auf Grund der vom Börsenvorstand für alle am Börsenhandel Beteiligten gem. § 50 II BG verbindlich erlassenen Geschäftsbedingungen für den Börsenterminhandel ist der aus dem Prämiengeschäft Berechtigte verpflichtet, am Erklärungstag die von ihm getroffene Entscheidung dem Stillhalter mitzuteilen, § 6 GeschBed. Entbehrlich soll eine ausdrückliche Erklärung nur dann sein, wenn es nach dem am Erklärungstag bestehenden Kurs außer Zweifel steht, in welcher Weise Erfüllung des Prämiengeschäfts gewählt wird.[1] Im Falle der Nichterklärung wird daher die Entscheidung des Berechtigten für die wirtschaftlich sinnvollste Möglichkeit als gewollt unterstellt.[2] Die Erklärung des Berechtigten gilt in diesen Fällen als stillschweigend abgegeben.[3]

In der Literatur ist ebenfalls weitgehend anerkannt,[4] daß der Berechtigte am Erklärungstag eine Erklärung darüber, ob er die Papiere liefern bzw. geliefert haben will, dem Stillhalter gegenüber abgeben muß.

---

1) Bestand hierüber Streit, so traf an der Berliner Fondsbörse gem. § 17 III GeschBed Berlin die sog. Dreimännerkommission, eine Art Schiedsgericht in Streitigkeiten aus Börsengeschäften, eine Entscheidung, die für beide Parteien verbindlich war.

2) Düringer-Hachenburg-Breit, S. 479

3) Nußbaum, Kommentar, S. 243

4) Künzel, Börsentermingeschäft, S. 134 m.w.N.

Diese Erklärungspflicht ist daher als erstes Merkmal für eine rechtliche Einordnung des Prämiengeschäfts anzusehen.

(bb) Die Einheitlichkeit des Prämiengeschäfts

Das zweite für die Bestimmung der Rechtsnatur des Prämiengeschäfts wesentliche Merkmal ist dessen Einheitlichkeit.
Einheitlich soll dabei besagen, daß das Prämiengeschäft vom Abschluß bis zur Erfüllung nach der Erklärung als e i n Rechtsgeschäft aufzufassen ist. Zwar läßt sich dieses Merkmal nicht aus börsenrechtlichen Bestimmungen ableiten, jedoch ist in der Festsetzung des Prämienkurses der auf Abschluß nur eines Geschäfts gerichtete Wille der Parteien deutlich zu erkennen.

Wenn sich dieser Prämienkurs auch rechnerisch aus zwei Faktoren zusammensetzt, nämlich aus dem Tageskurs und dem ecart, so soll er nicht eine bloße Addition zweier Preise für zwei voneinander unabhängiger Leistungen des Stillhalters sein, sondern ein einheitlicher unteilbarer Preis.[1] Besonders deutlich wird das in den Fällen, in denen sich der Stillhalter sofortige Zahlung der Prämie ausbedingt, eine Maßnahme, die in Hinblick auf die §§ 55,58,64 BG im Verkehr zwischen Bank und Kunden der Regelfall ist.[2] Zwar verbleibt auch im Fall des Lieferbegehrens die im voraus bezahlte Prämie beim Stillhalter, jedoch hat sie dann nicht mehr

---

1) Rein äußerlich entspricht dem die Notierung eines Prämiengeschäfts, z.B. 180/5 V; hier ist 180 der Prämienkurs, der bei Lieferung zu zahlen ist, und 5 die Prämie, die andernfalls fällig wird.

2) Düringer-Hachenburg-Breit, S. 480

den Charakter einer gesondert zu zahlenden Prämie, sondern gilt lediglich als Anzahlung auf den Kaufpreis.[1)]

Bei aller Unterschiedlichkeit der endgültigen Einordnung des Prämiengeschäfts besteht daher zumindest insoweit in Rechtsprechung und Lehre[2)] Einigkeit, als das Prämiengeschäft als einheitliches Rechtsgeschäft angesehen wird. So hat das RG entschieden, daß die Ausübung des (Prämien-)Rechts, in diesem Fall Lieferung der Stücke, nicht als eigenes Rechtsgeschäft angesehen werden kann, sondern vielmehr einen untrennbaren Teil des Prämiengeschäfts bildet.[3)]

Ebenso entfallen daher bei Anfechtung des Prämiengeschäfts Abnahme- bzw. Lieferungsverpflichtung wie Prämienabrede.[4)]

Im Fall der Unmöglichkeit der Leistung gem. § 323 BGB hat die Einheitlichkeit zur Folge, daß ein Anspruch auf Prämie ebenfalls nicht mehr besteht.[5)]

Als Ausnahme vom Grundsatz der Einheitlichkeit des Prämiengeschäfts verdient das sog. 'Barprämiengeschäft' Erwähnung.
Dieses Börsengeschäft, das damals nur noch in Frankfurt als 'Geschäft mit Prämiengeld' bekannt war,[6)] unterscheidet sich äußerlich vom normalen Prämiengeschäft nur dadurch, daß die Prämie nicht erst nach dem Erklärungstag, son-

---

1) vgl. Anlage 11 Formular G des Haalke-Berichts, zit. nach Pook-Bericht, S. 63

2) zuletzt RGZ 136, 106 (107);
Düringer-Hachenburg-Breit, S. 482;
Nußbaum, Handbuch, S. 581;
Staub-Koenige, S. 138

3) RGZ 136, 106 (107)

4) Nußbaum, Handbuch, S. 581

5) Düringer-Hachenburg-Breit, S. 482

6) Leitner, S. 615

dern sofort nach Abschluß des Geschäftes fällig wurde. Daraus ergab sich, daß die Prämien usancegemäß in ihrem Charakter unterschieden wurden. War die Prämie nach Erklärung fällig, galt sie als eine 'im voraus bestimmte Abfindungssumme für den Fall des Rücktritts', war sie sofort zu zahlen, war sie Kaufpreis eines per Kassa gekauften Rechts.[1)]
Rechtlich handelte es sich daher beim Barprämiengeschäft um einen Rechtskauf, der per Kasse abgeschlossen und dessen Preis, die Prämie, am nächsten Vormittag gegen Auslieferung der Schlußnoten zu bezahlen war.[2)]

Es ist z.T. unterschieden worden zwischen dem normalen Prämiengeschäft als dem kontinentalen und dem Barprämiengeschäft als dem anglo-amerikanischen System, wobei letzterem 'vor allem in den sog. Optionsgeschäften an der Londoner und New Yorker Effektenbörse große Bedeutung zukommt.[3)] Dieser Meinung, die das Barprämiengeschäft dem anglo-amerikanischen Optionsgeschäft gleichstellt, ist zugute zu halten, daß beide Geschäfte insofern zweigliedrig sind, als sie aus einem Rechtsverhältnis bestehen, in dem ein bestimmtes Recht eingeräumt wird, und aus einem weiteren, das bei Ausübung dieses Rechts entsteht. Anders jedoch als bei den 'put and call Options' handelt es sich bei dem im Zuge eines Barprämiengeschäfts erlangten Recht um ein 'per komptant' gekauftes Wahlrecht'.[4)]

---

1) vgl. § 17 GeschBed Frankfurt

2) Düringer-Hachenburg-Breit, S. 482; Nußbaum, Kommentar, S. 243

3) Oldemeyer, S. 15 m.w.N.

4) Leitner, S. 615

Fraglich ist zudem, ob die Frankfurter Fondsbörse tatsächlich ein neuartiges Termingeschäft einführen oder aber nicht grundsätzlich beim alten Prämiengeschäft bleiben sollte unter Erweiterung der usancegemäßen Möglichkeiten zur Prämienzahlung. Für letztere Ansicht spricht zweifellos, daß in den alten Frankfurter Geschäftsbedingungen keine weitere, speziell dem Barprämiengeschäft dienende Bestimmung enthalten war; insbesondere fehlte eine Vorschrift, die die Abtretung des Rechts beinhaltet und somit der Losgelöstheit vom Prämiengeschäft erst Rechnung getragen hätte.[1] Daß dieses Barprämiengeschäft zudem an deren deutschen Börsen keinerlei Beachtung fand, zeigt eine amtliche Auskunft des Vorstands der Berliner Fondsbörse, worin festgestellt wird, daß für die Berliner Prämiengeschäfte die Abrede sofortiger Prämienzahlung nicht den Usancen entspräche und deshalb insoweit die gesetzlichen Bestimmungen (für inoffizielle BTGe) Anwendung zu finden hätten.[2]

Das Prämiengeschäft ist daher mit der ganz überwiegenden Meinung als einheitliches Rechtsgeschäft aufzufassen.

b. Das Prämiengeschäft als Wertpapierkauf mit Rücktrittsrecht bzw. -vorbehalt oder als auflösend bedingter Wertpapierterminkauf

Unter Beachtung der beiden für das Prämiengeschäft charakteristischen Merkmale, der Erklärungspflicht wie der Einheitlichkeit des Rechtsgeschäfts, sollen die verschiedentlich in der Literatur unternommenen Versuche, den

---

1) wie z.B. beim deutschen Optionsgeschäft in § 6 GeschBed.

2) zit. nach Nußbaum, Handbuch, S. 582

Rechtscharakter des Prämiengeschäfts zu bestimmen, untersucht werden.
Weit verbreitet ist in der Literatur die Meinung, das Prämiengeschäft sei ein Kaufgeschäft mit eingeräumtem Rücktrittsrecht oder -vorbehalt.[1)]

Kleine Abweichungen innerhalb dieser Meinung ergeben sich aus der unterschiedlichen Beurteilung des Prämienzahlung, die einmal als Gegenleistung für die Einräumung des Rücktrittsrechts[2)] angesehen wird, zum anderen als Reugeld[3)] i.S. des § 359 BGB, d.h. als Abfindung bei Ausübung des Rücktritts. Abgesehen von dieser Verschiedenheit gehen aber beide Meinungen gemeinsam davon aus, daß zunächst ein Kauf- bzw. Verkaufsvertrag über Effekten per Termin abgeschlossen worden ist, von dem der Berechtigte an einem kurz vor dem Erfüllungstermin gelegenen Zeitpunkt, dem Erklärungstag, zurücktreten kann.

Diese Meinung übersieht aber, daß der Börsengesetzgeber vom Berechtigten eine Erklärung, stillschweigend oder ausdrücklich, am Erklärungstag erwartet.[4)] Einer solchen Erklärung würde es bei obiger Ansicht jedoch nur im Rücktrittsfall bedürfen, im anderen Fall wäre sie überflüssig, weil die Verpflichtung des Stillhalters zur Lieferung bzw. Abnahme der Effekten ohnehin schon in dem bereits abgeschlossenen Kauf- bzw. Verkaufsvertrag begründet worden wäre.

---

1) Schönle, S. 419; Oppermann, S. 104; Cosack, S. 370; RGZ 136, 107 (108)

2) so hauptsächlich Schönle, S. 419

3) Cosack, S. 370

4) vgl. § 6 GeschBed; so auch Künzel, Börsentermingeschäft, S. 134

Andererseits läßt sich das Erfordernis der Erklärungspflicht auch nicht unter Hinweis auf die Rechtssicherheit erklären, etwa, weil durch eine Lieferungserklärung automatisch das Rücktrittsrecht verfiele; denn das Rücktrittsrecht verfiele ohnehin nach der für die Erklärung gesetzten Frist.[1)]

Gegen die Annahme eines Kaufvertrages mit Rücktrittsrecht gegen Prämie spricht zudem, daß nicht neben dem Kaufgeschäft eine Vereinbarung eines Rücktrittsrechts dergestalt gegen Prämie steht, daß die Prämie als Preis für die Einräumung bzw. Ausübung des Rücktrittsrechts zu gelten hat.[2)] Dabei bliebe nämlich unberücksichtigt, daß auch im Prämienkurs durch den prämienähnlichen 'ecart' ein den normalen Tageskurs übersteigendes Preiselement enthalten ist.

Nach einer anderen hauptsächlich in der älteren Literatur vertretenen Meinung[3)] ist das Prämiengeschäft ein unter einer auflösenden Bedingung getätigter Terminkauf bzw. -verkauf von Effekten. Danach ist die das Geschäft auflösende Bedingung die Erklärung des Berechtigten, vom Geschäft zurückzutreten.

Nach dieser Konstruktion ist ebenfalls eine Erklärungspflicht nicht zu begründen. Eine besondere Erklärung wäre auch hier nur für den Fall notwendig, wenn aufgelöst werden soll, nicht aber wenn der Berechtigte den Vertrag aufrecht erhalten will.[4)]

Daher kann auch dieser Meinung nicht gefolgt werden.

---

1) vgl. § 171 GeschBed Berlin

2) Künzel, Börsentermingeschäft, S. 134

3) Nußbaum, Handbuch, S. 581;
Düringer-Hachenburg-Breit, S. 480

4) Künzel, Börsentermingeschäft, S. 134

c. Das Prämiengeschäft als vertraglich eingeräumtes Wahlrecht

Weiterhin wird vertreten, das Prämiengeschäft sei ein Vorvertrag über ein Wahlrecht.[1] Zur Begründung geht diese Meinung von dem angenommenen Willen des Prämienkäufers (Berechtigter) aus, der in den zum Abschluß des Prämiengeschäfts führenden Vereinbarungen nicht mehr sehen will als die Sicherung des Rechts, an einem bestimmten Tag bestimmte Wertpapiere zu einem bestimmten Preis zu kaufen oder nicht. Danach geht der Käufer nicht schon mit Abschluß des Vorvertrages die Verpflichtung ein, am Erfüllungstag zu kaufen bzw. zu verkaufen, auch nicht auflösend bedingt, sondern er will sich nur eine günstige Möglichkeit sichern. Neben diesen Wahlmöglichkeiten soll im Vorvertrag des weiteren die Höhe der Prämie und der Zuschlag zum Festpreis (Tageskurs) geregelt sein. Diese Meinung hat für sich, daß sie durch die Definition des eingeräumten Rechts als Wahlrecht die am Erklärungstag geforderte Erklärung als Konkretisierung der zur Wahl stehenden Möglichkeiten rechtfertigen kann.
Die Typisierung des 'Einräumungsvertrages' als Vorvertrag ist dagegen unverständlich. Nach ganz h.M.[2] versteht man unter einem Vorvertrag einen Vertrag, der einem (oder beiden) Vertragsschließenden das Recht gibt, vom Vorvertrag den Abschluß eines bestimmten weiteren Vertrages, des Hauptvertrages, zu verlangen. Notwendig wird das besonders dann, wenn die Sache nach Vorstellung der Parteien aus irgend-

---

1) Künzel, Börsentermingeschäft, S. 134

2) BGH NJW 1962, 1812 (1813);
Soergel-Mezger Bem. 19 vor § 145 n.w.N.

welchen rechtlichen oder tatsächlichen Gründen zum sofortigen Abschluß noch nicht reif erscheint.[1)]

Das aber ist beim Prämiengeschäft nicht der Fall, da dem Käufer der Prämie schon bei Abschluß des Geschäfts das Recht eingeräumt wird, sich am Erklärungstag zwischen zwei festgelegten Möglichkeiten zu entscheiden. Inhaltlich ist daher das Prämiengeschäft von Anfang an bestimmt, so daß der Abschluß eines sichernden Vorvertrages überflüssig ist.

Wollte man unterstellen, daß 'Vorvertrag' nicht im rechtstechnischen Sinne aufgefaßt sein sollte, sondern daß darunter lediglich ein dem eigentlichen späteren Kauf- bzw. Verkaufsvertrag vorgeschalteter Vertrag verstanden werden sollte, wäre diese Meinung ebenfalls abzulehnen.

Eine solche Annahme setzt nämlich wie auch die eines Vorvertrages voraus, daß neben dem 'vorgeschalteten' Vertrag ein anderer, die Lieferungsfrist begründender Hauptvertrag abgeschlossen werden müßte. Das aber läßt sich mit der Eingliedrigkeit des Prämiengeschäfts nicht vereinbaren.

Insofern sind auch die Ansichten nicht zutreffend, die das Prämiengeschäft hinsichtlich des Rechts unterteilen in ein Einräumungs- und Ausübungsverhältnis.[2)]

---

1) Henrich, S. 115

2) so z.B. Aschenbrenner, der vom Erwerb eines Anrechts spricht, s. Aschenbrenner, S.30

d. Das Prämiengeschäft als Wahlschuldverhältnis bzw. Schuldverhältnis mit Ersetzungs- oder Lösungsbefugnis.

Durch die Erklärungspflicht und die Eingliedrigkeit des Prämiengeschäfts sind die Möglichkeiten einer rechtlichen Einordnung erheblich eingeschränkt.
Daß der Erklärung eine vertragsbeendende Wirkung i.S. einer Rücktrittserklärung oder als Eintritt einer auflösenden Bedingung nicht zukommt, war bereits festgestellt worden.
Des weiteren könnte die Erklärung als Annahme bzw. Ablehnung eines Angebotes angesehen werden oder als Ausübung eines Wahlrechts i.S. der Konkretisierung einer Leistung.
Da im ersten Fall das Angebot regelmäßig länger als üblich befristet sein müßte, wäre Voraussetzung, daß zunächst zwischen beiden Parteien eine Vereinbarung getroffen sein müßte, wonach gegen Zahlung einer Prämie die Angebotsfrist verlängert sein sollte, § 148 BGB, und daß der Berechtigte in jedem Fall, also auch bei Ablehnung des Angebots, seinen Willen kundtun müßte. Abgesehen davon, daß letzteres auch nur eine unbefriedigende Lösung für die Erklärungspflicht wäre, kann ein derartiger Komplex von besonderen Abmachungen, die insbesondere wegen § 148 BGB notwendig sein würden, nicht in der Vereinbarung eines Prämiengeschäfts gesehen werden.
Somit bleibt noch, die Erklärung als Ausübung einer Wahl zwischen mehreren angebotenen Leistungen zu deuten.
Dem entspricht wohl auch am besten der Wortlaut der das Prämiengeschäft beschreibenden Zi. 2 der Präambel der von der Haalcke-Kommission

ausgearbeiteten 'Bedingungen für Geschäfte an der Börse Abschnitt: Zeitgeschäfte', also der letzten, wenn auch nicht mehr in Kraft getretenen Regelung der Zeitgeschäfte. Darin heißt es: 'Der Käufer einer Vorprämie hat am Erklärungstag die Wahl, vom Verkäufer (Stillhalter) die Lieferung bestimmter Werte zu dem vereinbarten Kurs zu verlangen oder die Prämie (das Reugeld) an ihm zu zahlen, d.h. zu abandonnieren.'
Diese Formulierung entspricht denen in älteren Usancen[1]; ihr ist zu entnehmen, daß das Prämiengeschäft ein schuldrechtlicher Vertrag ist, dessen Leistungsinhalt aus zwei Leistungsmöglichkeiten von derselben Tilgungsqualität besteht, zwischen denen sich der Käufer (als Gläubiger) zu entscheiden hat, und zwar mittels einer entsprechenden Erklärung gegenüber dem Kontrahenten.
Dieses sog. Wahlrecht wird jedoch nicht durch einen eigenen Vertrag eingeräumt, sondern ist vielmehr integrierter Bestandteil des Rechtsverhältnisses 'Prämiengeschäft', dessen Erfüllung notwendigerweise die Entscheidung für eine der angebotenen Alternativen voraussetzt.
Ob dieses Wahlrecht seine Rechtsgrundlage im Prämiengeschäft als Wahlschuldverhältnis oder als Schuldverhältnis mit Ersetzungs- bzw. Lösungsbefugnis hat, braucht hier nicht mehr geklärt zu werden[2], fest steht in jedem Fall, daß es nicht durch separaten Vertrag eingeräumt, sondern neben den im Prämiengeschäft festgelegten Forderungen als Gestaltungsrecht Bestandteil des gesamten Rechtsgeschäfts ist.

---

1) vgl. z.B. § 17 III GeschBed Berlin

2) vgl. dazu Erler, S. 57 ff

Mit dieser Charakterisierung lassen sich auch die beiden herausgehobenen Wesensmerkmale des Prämiengeschäfts erklären: die Eingliedrigkeit resultiert aus der Tatsache, daß das Wahlrecht integrierter Teil des Prämiengeschäfts ist, während die Pflicht zur Abgabe einer Erklärung ihre Begründung darin findet, daß die Erfüllung des Schuldverhältnisses 'Prämiengeschäft' notwendig die Wahl und damit eine einseitige empfangsbedürftige Willenserklärung des Berechtigten voraussetzt.

Mit der Annahme eines Wahlrechts stimmt die wohl h.M. überein,[1] ohne sich allerdings mit der Entstehung dieses Gestaltungsrechts auseinanderzusetzen.

e. Die Rechtsnatur der Prämienzahlung

Im Zusammenhang mit dem Meinungsstreit hinsichtlich der Rechtsnatur des Prämiengeschäfts ist ebenfalls die Frage umstritten, welche rechtliche Bedeutung der Prämie selbst zukommt. Die praktische Bedeutung dieser Problematik lag damals hauptsächlich in der Beantwortung der Frage, ob die Prämie eine auf Grund des Geschäfts erfolgte Leistung i.S. des § 55 BG, § 762 I S. 2 BGB sei.[2] Das nämlich hätte die Folge gehabt, daß die Prämie nicht mehr unter Berufung auf die Unverbindlichkeit des Geschäfts hätte zurückgefordert werden können. Entsprechend der Einordnung des Prämiengeschäfts als Kauf mit Rücktrittsrecht bzw.

---

1) Meyer Bremer, S. 141;
Staub-Koenige, S. 138; Schlicht, S. 50;
Oldemeyer, S. 14, Mühlbauer, S. 28

2) RGZ 79, 406 ff

resolutiv bedingten Kauf wird die Prämie oft als Reugeld angesprochen.[1)]

Dagegen spricht der Teil der Autoren, die von der rechtsgeschäftlichen Einräumung des Wahlrechts ausgehen, die Prämie als Gegenleistung für die Einräumung bzw. Ausübung des Wahlrechts an.[2)]

Wiewohl konsequent, sind beide Darstellungen wegen des unrichtigen Ausgangspunktes abzulehnen. Richtig ist vielmehr, daß die Prämie Gegenleistung für den Fall ist, daß der Berechtigte abandonniert.[3)]

Wirtschaftlich gerechtfertigt ist sie durch die Tatsache, daß der Stillhalter das Risiko von Kursschwankungen zwischen Abschlußtag und Erfüllungstag trägt.[4)] Hierin ist sie dem ecart vergleichbar. Zwar ist daher im Ergebnis die Entscheidung richtig, wenn das RG die Prämie als Leistung i.S. des § 55 BG anerkennt, jedoch kann die Annahme nicht geteilt werden, die Prämie 'sei für die Ausübung oder Einräumung des Wahlrechts' gewährt.[5)]

---

1) Als Reugeld i.S. des § 359 BGB ausdrücklich Schönle, S. 419; lediglich als eine Art Reugeld unter ausdrücklicher Ablehnung des § 359 BGB
Nußbaum, Handbuch, S. 581;
Düringer Hachenburg-Breit, S. 481

2) Künzel, Börsentermingeschäft, S. 134
Aschenbrenner, S. 31

3) Oldemeyer, S. 14

4) Schlicht, S. 50

5) so RGZ 79, 406 (408)

III. Das Stellage- oder Stellgeschäft

Das Fest- und das Prämiengeschäft empfiehlt sich für denjenigen, dessen Spekulationsrichtung, a la baisse oder a la hausse, bereits festliegt. Mögliche Gegengeschäfte haben hier lediglich die Aufgabe, das Risiko zu begrenzen.

Ein Bedürfnis nach einem BTG, das in einem Geschäft gleichzeitig eine Spekulation in beide Richtungen enthält sowie das Risiko nach beiden Seiten hin begrenzt, tritt immer dann auf, wenn die Spekulation mit starken Kursschwankungen rechnet, ohne allerdings eine feste Meinung über den Trend zu haben.[1] Das ist zumeist bei politischen oder wirtschaftlichen Spannungen der Fall.
Diesem Bedürfnis der Spekulation entspricht das Stellagegeschäft. Hier erwirbt der Käufer der Stellage das Recht, an einem vereinbarten Termin, dem Prämienerklärungstag, vom Verkäufer, dem Steller, entweder die Lieferung einer bestimmten Menge von Wertpapieren zu einem bestimmten, höheren Kurs oder die Abnahme der gleichen Menge von Wertpapieren zu einem ebenfalls bestimmten, jedoch niedrigeren Preis zu verlangen.[2] Für eine dieser Möglichkeiten muß er sich entscheiden.

Die Spanne zwischen dem oberen und unteren Kurs nennt man Stellgeld. Es teilt sich von der Stellagemitte, normalerweise entspricht sie dem Kurs für feste Geschäfte am Abschlußtag, in zwei Teile, so daß es je zu einer Hälfte im Abnahme- und Lieferkurs enthalten ist.[3]

---

1) Schlicht, S. 55
2) vgl. Zi. 4 GeschBed
3) Aschenbrenner, S. 35

Es ist, wie der ecart, Bestandteil des Preises und wird somit erst mit Lieferung bzw. Abnahme fällig.

Die Höhe der Stellage entspricht dem doppelten Betrag aus ecart und Prämie[1]; es ergeben sich daher erst bei heftigen Kursschwankungen Gewinnchancen.[2] Andererseits ist auch der Verlust auf die Höhe eines halben Stellgeldes beschränkt. In dieser vollen Höhe ergibt er sich jedoch nur in den seltenen Fällen, in denen der Kurs bei Fälligkeit der Stellagenmitte, also etwa dem Abschlußkurs, entspricht.
Die Erwartung des Käufers wird also dahingehen, daß durch heftige Kursbewegen der untere bzw. obere Kurs der Stellage überschritten wird; der Steller dagegen hofft, daß sich die Kursschwankungen innerhalb der Stellage halten und er die Differenz zwischen dem Abschlußkurs und dem Kurs bei Fälligkeit als seinen Gewinn realisieren kann.

Auf Grund der Eigenart, daß es einer der Parteien bei beschränktem Risiko gestattet ist, gleichzeitig in beide Richtungen zu spekulieren, ist das Stellagegeschäft in der Literatur vereinzelt als Vereinigung von Vor- und Rückprämiengeschäft verstanden worden.[3]

Diese Behauptung wäre nur dann haltbar, wenn dem Stellagenkäufer über seine oben beschriebenen Rechte hinaus auch das Recht zustünde zu

---

1) Aschenbrenner, S. 35

2) Obwohl daher dem Stellagegeschäft an deutschen Börsen nie große Bedeutung zukam, hat die Haacke-Kommission an die Wiedereinführung auch des Stellagegeschäfts gedacht (vgl. Zi. 4 vor GeschBed).

3) Müller, S. 26; Hartmann-Martens, S. 55; Aschenbrenner, S. 35

abandonnieren. Diese Möglichkeit ist jedoch ausdrücklich ausgeschlossen,[1] so daß beim Ultimo in jedem Fall eine Wertpapierbewegung stattfindet.

Im Hinblick auf die Rechtsnatur ergeben sich zwischen den Prämiengeschäften und dem Stellagegeschäft Gemeinsamkeiten, insbesondere im Hinblick auf das Wahlrecht, das sich auch beim Stellagegeschäft als integrierter Bestandteil des Schuldverhältnisses 'Stellagegeschäft' darstellt.[2] Insofern ist seine Einordnung neben dem Vor- und Rückprämiengeschäft unter den Oberbegriff 'Prämiengeschäft' gerechtfertigt.[3]

Auch die wirtschaftliche Wirkung des Stellagegeschäfts entspricht weitgehend der einer Kombination aus Rück- und Vorprämiengeschäft. Das zeigt sich besonders daran, daß für die Feststellung der Höhe des Stellgeldes auf den ecart und die Prämie zurückgegriffen wird. Ausgangspunkt hierfür ist die Überlegung, daß bei beiden Geschäften die 'kritischen Punkte'[4] gleich hoch sein müssen. So entspricht die Kombination aus Vorprämie 196/4V und Rückprämie 188/4R einer Stellage von 184/200. Da der Basispreis überall 192 ist, wird die Spekulation erst in beiden Fällen bei Kursen unter 184 bzw. über 200 lohnend; das trifft nicht nur offensichtlich bei der Stellage zu, sondern ebenfalls bei der Kombination, da bei Ausübung der Rückprämie die zu zahlende Prämie aus dem Vorprämiengeschäft bzw. umgekehrt erst bei diesen Kursen gedeckt ist.[5]

---

1) vgl. Zi. 4 Präambel GeschBed; Künzel, Börsentermingeschäfte, S. 134

2) Schönle, S. 419; Bremer, Grundzüge, S. 120

3) Oldemeyer, S. 16; wohl auch Schlicht, S. 50; Obst-Hintner, S. 650; Mühlbauer, S. 27

4) Als kritischen Punkt bezeichnet man den Kurs, bei dem sich ein Börsengeschäft zu lohnen beginnt.

5) vgl. auch Sommerfeld, S. 47

IV. Das Nochgeschäft

Eine weitere Variante des Börsenterminhandels in Wertpapieren sind die Nochgeschäfte mit dem Recht der Nachforderung bzw. Nachlieferung.[1] Durch Abschluß eines Nochgeschäfts wird der Käufer berechtigt, über den 'fest' gekauften Betrag eines Börsenwertes hinaus am Erklärungstag denselben Betrag zu demselben Kurs ein- oder mehrere Male nachfordern bzw. nachliefern zu können.[2] Für dieses Recht zahlt der Käufer einen ecart, der im Kaufpreis für die 'festen' Stücke enthalten und somit in jedem Fall gezahlt werden muß. Die Höhe des ecarts ist dabei abhängig von derGröße des nachzufordernden bzw. -zuliefernden Betrages. Auf Grund des Festkaufelements im Nochgeschäft ist die Verlustgefahr weder auf seiten des Käufers noch des Verkäufers begrenzt.

Ähnlich dem Stellagegeschäft wird auch das Nochgeschäft wirtschaftlich als Kombination aus einem Festgeschäft und einem Vor- bzw. Rückprämiengeschäft bezeichnet.[3] Vereinzelt wird statt des letzteren ein Optionsrecht[4] angenommen.

Die Annahme einer solchen Kombination hält jedoch nur einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise stand; rechtlich gesehen handelt es sich unbestritten[5] um ein einheitliches Rechtsge-

---

1) letzteres wird auf Grund der besseren Unterscheidung auch 'Ansagegeschäft' genannt, vgl. Schlicht, S. 56

2) vgl. Zi. 3 GeschBed

3) Mühlbauer, S. 30; Oldemeyer, S. 24; Schlicht, S. 56

4) Leitner, S. 622; Sommerfeld, S. 52

5) Düringer-Hachenburg-Breit, S. 484; Nußbaum, Handbuch, S. 584

schäft. Unbestimmt und somit Inhalt eines Wahlrechts ist hierbei lediglich der letztlich zu handelnde Betrag von Wertpapieren. Wie bei den anderen Prämiengeschäften einschließlich des Stellagegeschäfts ist auch hier das Wahlrecht integrierter Bestandteil des Rechtsverhältnisses 'Nochgeschäft'. Es erscheint daher gerechtfertigt, auch das Nochgeschäft neben dem Stellage-, dem Vor- und dem Rückprämiengeschäft begrifflich als Prämiengeschäft zu bezeichnen.[1)]

Der hohe Grad innerer Verwandtschaft zwischen den einzelnen Prämiengeschäften kommt besonders im praktischen Bereich darin zum Ausdruck, daß sich jedes Prämiengeschäft durch entsprechende Gegengeschäfte in ein anderes umwandeln läßt.[2)] Auch im rechtlichen Bereich wird der Verwandtschaft der Prämiengeschäfte Rechnung getragen, indem die GeschBed für die Durchführung der Prämiengeschäfte die gleichen Regelungen vorsieht.[3)] So gilt für alle die Erstreckung des usancemäßigen Handels bis zum Ultimo, § 1, die Festsetzung der Liquidationskurse durch den Börsenvorstand, § 2, die Bekanntgabe der Erfüllungstage zu Beginn jeden Jahres, § 3, oder die Regelung im Hinblick auf die Erklärung, § 6.

---

1) Mühlbauer, S. 27; Nußbaum, Handbuch, S. 577; Oldemeyer, S. 13

2) Oldemeyer, S. 27

3) vgl. GeschBed Berlin § 17

3. Abschnitt

Das Optionsgeschäft an den deutschen Börsen

Als am 1.7.1970 an den deutschen Börsen der Optionshandel eingeführt wurde, war dieses börsenmäßige Wertpapiergeschäft[1] in der Bundesrepublik fremd, abgesehen vielleicht von dem ähnlichen, in Frankfurt bis 1925 üblichen Barprämiengeschäft.[2] Im Gegensatz dazu war das Optionsgeschäft als Form des Terminhandels an einigen ausländischen Börsen wie London, Paris oder Amsterdam, vor allem aber an der New York Stock Exchange (NYSE) schon lange vorher bekannt. Bedenkt man die langjährige Erfahrung[3] der NYSE mit dem Optionshandel, so ist es nicht verwunderlich, wenn man sich auch in der Bundesrepublik hinsichtlich der Ausgestaltung des Optionsgeschäfts weitgehend an den New Yorker Usancen orientiert hat.[4] Dasselbe gilt im übrigen für oben genannte europäische Börsen, mit Ausnahme vielleicht von London, das sich in einigen wesentlichen Punkten von dem an der NYSE üblichen Optionsgeschäft unterscheidet.[5]

---

1) Das hier genannte börsenmäßige Optionsgeschäft ist nicht zu verwechseln mit dem schon vorher an deutschen Börsen üblichen Handel mit Optionsscheinen, d.h. Anrechten aus Optionsanleihen, die losgelöst von der Anleihe zum Bezug von bestimmten Wertpapieren zu festgelegten Bedingungen berechtigen.

2) vgl. hierzu S. 30

3) Das Optionsgeschäft an der NYSE ist so alt wie das Prämiengeschäft in Deutschland, wenn auch erst seit 1934 durch den 'Securities and exchange act of 1934' legitimiert. Vgl. Schlicht, S. 105

4) Pook, Wege, S. 4

5) So ist z.B. an der Londoner Börse der Optionshandel nur unter Mitgliedern der Börse möglich, zudem ist die Optionsfrist auf längstens 7 Abrechnungsperioden (ca. 90 Tage) begrenzt.

I. Inhalt des Optionsgeschäfts

Inhalt eines börsenmäßigen Optionsgeschäfts ist die unter Beachtung der Usancen erfolgte Einräumung des Rechts, eine bestimmte Anzahl von zum Optionshandel zugelassenen Wertpapieren (Optionspapiere) jederzeit innerhalb einer festgelegten Frist (Optionsfrist) zu einem im voraus ausgemachten Preis (Basispreis) zu fordern (Kaufoption) oder aber zu liefern (Verkaufsoption). Für die Einräumung dieses Rechts bezahlt der Erwerber als Käufer an den Verkäufer, den Stillhalter, den Optionspreis.
Innerhalb der Optionsfrist kann der Käufer jederzeit sein Recht durch Erklärung gegenüber dem Stillhalter ausüben, der dann entsprechend dem Inhalt des von ihm eingeräumten Rechts bestimmte Wertpapiere liefern oder abnehmen muß. Wird das Optionsrecht innerhalb der bestimmten Optionsfrist nicht ausgeübt, so verfällt es ersatzlos.

Die Erwartungen, die bei den beteiligten Parteien zum Abschluß eines Optionsgeschäfts führen, sind entsprechend dem Charakter der Option als Kauf- oder Verkaufsoption sowie ihrer Stellung als Käufer bzw. Stillhalter unterschiedlich.
Rechnet der Käufer einer Kaufoption innerhalb der Optionsfrist mit einem Kursanstieg, der über der Summe aus Basis- und Optionspreis liegt und somit die Ausübung der Option lohnend sein läßt, so erwartet der Stillhalter eher gleichbleibende Kurse des Optionspapiers in der Hoffnung, daß die Option nicht ausgeübt wird und ihm als Gewinn der Optionspreis bleibt. Für den Käufer ergibt sich das Risiko folglich nur in Höhe des Optionspreises, den er unabhängig von der späteren Ausübung an den Stillhalter bei Abschluß des Optionsgeschäfts zu zahlen hat. Seine Gewinnmöglichkeit hingegen ist theoretisch unbegrenzt.

Demgegenüber stehen dem Stillhalter bei auf die Höhe des Optionspreises begrenztem Gewinn zumindest theoretisch unbegrenzte Verlustmöglichkeiten offen. Dieser Verlust ergibt sich für ihn im Ausübungsfall immer aus der Differenz zwischen Basispreis und Tagespreis abzüglich des Optionspreises, da der Stillhalter auf Grund der durch Einräumung der Option übernommenen Verpflichtung innerhalb einer bestimmten Zeit zu einem bestimmten Kurs zu liefern, auch bei größeren Kurssteigerungen dem Käufer zum ausgemachten Basispreis bestimmte Wertpapiere liefern muß.
Bei der Verkaufsoption hingegen erwartet der Käufer stark fallende Kurse innerhalb der Laufzeit seiner Option, da er berechtigt ist, dem Stillhalter trotz niedrigerer Tagespreise im Ausübungsfall bestimmte Wertpapiere zum (höheren) Basispreis zu liefern.
Auch der Stillhalter, d.h. der Verkäufer einer Verkaufsoption rechnet mit gleichbleibenden Kursen innerhalb der Optionsfrist, damit er aus seiner Option nicht in Anspruch genommen wird. Sein Gewinn bemißt sich auch hier nach der Höhe des Optionspreises. Sollten die Kurse aber entgegen seiner Erwartung stark fallen, so daß der Käufer sein Optionsrecht ausübt und der Stillhalter damit für die Wertpapiere einen Kurs zahlen muß, der weit über dem Tageskurs steht, so ergibt sich für ihn ein Verlust in Höhe der Differenz von Basiskurs und Tageskurs abzüglich des Optionspreises.

Hinsichtlich der Erwartung der Beteiligten läßt sich daher feststellen, daß der Käufer der Option immer derjenige ist, der eine starke Kursentwicklung erwartet, die die Ausübung der Option lohnend sein läßt, während der Stillhalter mit möglichst gleichbleibenden Kursen rechnet, die die Ausübung der Option durch den Berechtigten sinnlos erscheinen lassen.

Bezüglich des Risikos gilt, daß der Käufer sein Risiko immer auf den Optionspreis beschränkt, sich für den Stillhalter theoretisch eine Risikobegrenzung jedoch nicht ergibt.
Entsprechend der Risikobegrenzung des Käufers sind beim Verkäufer die Gewinnmöglichkeiten auf den Optionspreis beschränkt, umgekehrt hat zumindest theoretisch der Käufer unbegrenzte Gewinnmöglichkeiten.

Neben der Kauf- und Verkaufsoption (call and put) sind im amerikanischen Bereich noch Mischformen bekannt, deren bekannteste der straddle ist.[1] Hier wird dem Käufer, ähnlich der Stellage beim Prämiengeschäft, das Recht eingeräumt, innerhalb der Optionsfrist Lieferung oder Abnahme des betreffenden Papiers zu verlangen.
Wenn die Börsensachverständigenkommission damals auf die Einführung auch des straddles verzichtet hatte, so gechah das mit Rücksicht auf die Neuheit des Optionsgeschäfts. Dagegen ist heute die Erweiterung des Optionshandels in der Form des straddles nicht mehr undenkbar.[2]

---

1) Weitere Kombinationsmöglichkeiten sind die 'strips' und 'straps', die dem Nochgeschäft mit dem Recht zur Nachlieferung bzw. -forderung ähnlich sind, vgl. Schlicht, S. 67

2) Handelsblatt v. 17.1.1973

II. Rechtsvorschriften für den börsenmäßigen Handel mit Optionen

1. Das Optionsgeschäft - ein Börsentermingeschäft i.S. der §§ 50 ff BG

Vor Einführung des Optionsgeschäfts an deutschen Börsen war als einer der strittigen Punkte in diesem Stadium die Frage zu klären, ob es sich beim Optionsgeschäft um ein BTG handeln würde.[1)]
Von Bedeutung war die Beantwortung dieser Frage insbesondere in Hinblick auf die Anwendbarkeit der §§ 50 ff BG.
Ausgangspunkt für alle diesbezügliche Überlegungen war die schon früh gewonnene Erkenntnis des Gesetzgebers, daß das BTG als eines der Börsengeschäfte keiner Definition unterliegen könne, sondern lediglich erkennbar sei an seiner Aufgabe im Rahmen der Börse.[2)]
Da bei erhöhter Umsatztätigkeit zu dem Kursstabilisierungseffekt durch die größere Aufnahmefähigkeit bzw. Abgabebereitschaft als positive Folge eine verstärkte Elastizität des Effektenhandels tritt,[3)] war und ist es Aufgabe des BTG, den Teilnehmern am Börsengeschäft eine Möglichkeit von Geld und Wertpapieren zu erzielen.[4)]
Bei den bisher bekannten BTGen wurde das dadurch erreicht, daß man zunächst den Erfüllungszeitpunkt hinausschob, um den Beteiligten die Möglichkeit zu geben, durch Abschluß von Gegengeschäften dem späteren Erfüllungszwang zu entgehen. Über die rechtliche Möglichkeit zum Abschluß von Gegengeschäften hinaus lag es im Wesen der BTGe, die Möglichkeit zu Gegengeschäften in denkbar weitestem Maß zu erleichtern, etwa durch

---

1) Bremer, Schwerpunkte, S. 1
2) vgl. S. 15
3) Oldemeyer, S. 83
4) Begründung II, S. 2602

einheitliche Geschäftsbedingungen, deren Sinn in der weitgehenden Entindividualisierung des Abschlusses lag oder in der Einbeziehung zu einem Terminmarkt, der das gesamte Angebot und Nachfrage zum Zwecke des erleichterten Umsatzes auf eine Stelle konzentrieren sollte.

Wenn sich nun die Frage stellt, ob das heutige Optionsgeschäft ein BTG ist, so fällt auf, daß der Gesichtspunkt der Erleichterung des Abschlusses von Gegengeschäften in diesem Sinne in den Hintergrund tritt.

Die Notwendigkeit, Gegengeschäfte abzuschließen, liegt beim Optionsgeschäft deshalb nicht mehr vor, weil es nicht wie die anderen BTGe einen hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt kennt, sondern nur eine Zeitspanne, innerhalb der der Berechtigte Erfüllung verlangen kann.[1] Übt der Berechtigte sein Optionsrecht bei einer für ihn günstigen Kurssituation aus, wird er im Regelfall die bezogenen Stücke sofort verkaufen bzw. die gelieferten durch neue ersetzen. Da durch den sofortigen Verkauf bzw. die sofortige Eindeckung letztlich die Kursdifferenz realisiert wird, entsprechen diese Geschäfte den Gegengeschäften bei den alten BTGen.

Dennoch erfüllt auch das Optionsgeschäft die wirtschaftliche Aufgabe der BTGe, bei geringem Einsatz von Geld und Wertpapieren an der Börse möglichst hohe Umsätze zu erzielen, da bei Ausübung der Option und anschließendem Verkauf bzw. Kauf der dem Optionsgeschäft zu Grunde gelegten Wertpapiere die Höhe des effektiv aufzubringenden Geldbetrages lediglich in der Differenz von Basis- und Tageskurs besteht, andererseits bei gleichbleibenden umlaufenden Wertpapiervolumen die Umsatzgeschwindigkeit erhöht wird.
Wie bei den anderen bisher bekannten BTGen liegt beim Optionsgeschäft die Gefahr des Mißbrauchs zu Spiel-

---

1) Bley, S. 17

zwecken nahe, da es ebenfalls nicht dem effektiven Handel dient, sondern auf Realisierung einer Kursdifferenz gerichtet ist.
Es ist daher der überwiegenden Meinung zuzustimmen, wonach die Optionsgeschäfte als BTGe aufzufassen sind[1] mit der Konsequenz, daß die §§ 50 ff BG auf sie Anwendung finden.

2. Die Bedeutung der §§ 50 ff BG für den Optionshandel

In dem mit 'Börsenterminhandel' überschriebenen Teil IV des BG (§§ 50-70) hat der Gesetzgeber Regelungen getroffen, deren Sinn es war, einerseits das geschäftsunkundige Publikum vor den besonderen Gefahren des Börsenterminhandels zu schützen, andererseits aber auch den am Handel beteiligten Maklern bzw. Kreditinstituten Möglichkeiten einzuräumen, kraft der sie auf die Rechtsbeständigkeit dieser wirtschaftlich gerechtfertigten Börsengeschäfte vertrauen konnten; zudem sollte der Terminhandel endlich eine feste Rechtsgrundlage bekommen.[2]
Für den Optionshandel als Form des Börsenterminhandels wesentliche und daher näher zu erläuternde Regelungen betreffen u.a. die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenterminhandel, die für die Verbindlichkeit des Geschäfts notwendige Börsentermingeschäftsfähigkeit der Beteiligten bzw. die Heilung eines solchen Mangels durch Sicherheitsleistungen sowie den grundsätzlichen Ausschluß des Differenzeinwandes der §§ 764, 762 BGB bei verbindlichen BTGen.

---

1) Leitfaden, S. 3; Bremer, Schwerpunkte, S. 1; Ziganke, S. 1290

2) Ziganke, S. 1291; Bley, S. 18

a. Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenterminhandel gem. § 50 BG

Anders als die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel (§§ 36 ff BG) erfolgt die Zulassung von Wertpapieren zum Börsen t e r m i n handel gem. § 50 BG durch den Börsenvorstand unter Beachtung der Vorschriften der jeweiligen Börsenordnung (BO). Diesem Hinweis auf die BO kommt insofern Bedeutung zu, als danach die BO selbst einen Börsenterminhandel in Wertpapieren an der entsprechenden Börse zugelassen haben muß, bevor deren Vorstand die Zulassung hinsichtlich bestimmter Wertpapiere aussprechen kann.[1] Von einer solchen grundsätzlichen Zulässigkeit eines Börsenterminhandels in Wertpapieren gehen alle BOen aus,[2] und zwar nicht erst wieder seit dem 1.7.1970.[3]
Hinweise über das nähere Zulassungsverfahren enthalten die BOen nicht; sie begnügen sich lediglich damit, die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenterminhandel in den Aufgabenkatalog der Börsenvorstände einzubeziehen.

---

1) Meyer-Bremer, S. 127

2) vgl. z.B. § 8 Zi. 7 BO D'dorf; § 11 Zi. 6 BO F'furt

3) Vereinzelt in der literatur anzutreffende Feststellungen 'seit dem 11. Juli 1931 (sei) das Effekten-Termingeschäft an den deutschen Börsen verboten' (so z.B. Kalveram, in 'Die Bank' 1952,571) sind irreführend und falsch, wenn man daraus ein damals ausgesprochenes Verbot des Börsenterminhandels entnehmen wollte.
Richtig ist vielmehr, daß in Zusammenhang mit der Schließung der Börsen als Folge des 'schwarzen Freitag' auch der Börsenterminhandel eingestellt wurde.
Die NotVO des Reichspräsidenten über die Abwicklung von Börsengeschäften und deren DVO befaßte sich lediglich mit der Abwicklung derjenigen Termingeschäfte, die am Tage der Schließung noch bestanden hatten, § 2 DVO. Wenn bei der Wiedereröffnung der Börsen 1932 der Terminhandel nicht wieder auflebte, so hatte das nicht seine Ursache in einem Verbot. (s. Kulke, S. 308)

Der Zulassungsvoraussetzung gem. § 50 II BG, der Festsetzung von Geschäftsbedingungen für den Börsenterminhandel, wurde durch Bekanntgabe der 'Besonderen Bedingungen für Optionsgeschäfte (Wertpapierbörsen)' Genüge geleistet, die vor ihrer Festsetzung durch die Börsenvorstände einheitlich von einer Börsensachverständigenkommission erarbeitet worden war.[1)]

Die einzige Anforderung an die Wertpapiere im Rahmen der Zulassung stellt § 50 IV BG, wonach die Gesamtsumme der per Termin zu handelnden Stücke nicht unter DM 10 Mio. liegen darf. Wenn hierbei die Höhe des Mindestnennwertes ganz wesentlich über der für die Zulassung zum Börsenhandel liegt,[2)] so hat das seine Bewandtnis darin, daß hiermit der Börsengesetzgeber das breite Anlegerpublikum vor zu heftigen Kursschwankungen schützen wollte, die oft als Folge eines zu engen Marktes auftreten können, zumal wenn dieser enge Markt noch durch den Terminhandel zusätzlich belastet sein sollte.
In diesem Zusammenhang muß nochmals auf die Kreditfunktion des BTH hingewiesen werden, der bei geringem augenblicklichen Einsatz zu einem späteren Zeitpunkt, dem Erfüllungstag, große Aktienbewegungen ermöglichte. Wenn der Optionshandel diese Stoßtendenz am Ultimo auch nicht kennt, so wird dennoch durch ihn das Umsatzvolumen im betreffenden Papier insofern vergrößert, als bei Ausübung der Option eine Wertpapierbewegung stattfinden muß.

Hinweis verdient zudem noch die Tatsache, daß die Höhe des Mindestnennkapitals nicht identisch ist mit dem börsengängigen Aktienkapital einer Gesellschaft. Abgesehen davon, daß auch festverzinsliche Wertpapiere theoretisch Gegenstand des Terminhandels sein können,

---

1) Auf den Inhalt dieser Bedingungen wird später eingegangen.

2) vgl. hierzu § 1 Bekanntmachung betr. die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel

hat das insofern Bedeutung, als z.B. ein Börsenterminhandel sowohl in Stamm- als auch in Vorzugsaktien einer Gesellschaft stattfinden kann.[1] In diesen Fällen ist bei der Feststellung des Mindestnennbetrages nur auf die Summe der Stammaktien bzw. der Vorzugsaktien abzustellen.

Große praktische Bedeutung kommt diesem Mindestbetrag jedoch hinsichtlich des Optionshandels nicht zu. Denn schon in den Vorverhandlungen trat die Börsensachverständigemkommission für eine untere Grenze von DM 30 Mio. ein und empfahl darüber hinaus, nur solche Gesellschaften in der Anfangszeit zu berücksichtigen, deren Aktienkapital DM 100 Mio. nicht unterschritt.[2] Überprüft man diese Empfehlungen an den am 1.6.1970 an der Frankfurter Wertpapierbörse zum Optionshandel zugelassenen Wertpapieren, so ergibt sich hinsichtlich des Mindestnennkapitals, daß von den damals zugelassenen 38 Werten lediglich 5 unter der empfohlenen Grenze von DM 100 Mio. lagen, keine jedoch unter DM 50 Mio.[3][4] Der breite Markt dieser Papiere bewirkt, daß sie relativ unbeweglich sind, d.h. keinen großen Kursschwankungen unterworfen sind. Das aber macht deutlich, daß es der Kommission ganz wesentlich darauf ankam, den Optionshandel nicht zum 'Spielball der Spekulation' zu machen, sondern vor allem dem breiten Anlegerpublikum die Möglichkeit zu geben, ohne große Verluste befürchten zu müssen, die Vorteile des Optionshandels ausnutzen zu können.
Darüber hinaus regte die Kommission an, Optionsgeschäfte nur in solchen Wertpapieren zuzulassen, die

---

1) wie z.B. Karstadt, MAN oder RWE

2) vgl. Schlicht, S. 77

3) Jahresbericht der Frankfurter Wertpapierbörse 1970, S. 26

4) Wegen des geringen Umfangs des umlaufenden Kapitals wurde der Optionshandel in Aktien der Audi-NSU-Auto-Union AG von seiten der Börsenvorstände gestützt auf § 50 I S. 2 BG mit Ablauf des 30. März 1972 eingestellt.

variabel notiert werden, für die regelmäßig Umsatzveröffentlichungen an der Börse erfolgen und deren Emittenten regelmäßig Zwischenberichte erstellen.[1] Durch die so zu erzielende Transparenz der wirtschaftlichen Struktur der betreffenden Aktiengesellschaft sowie des Börsengeschehens in dem betreffenden Papier sollte auch dem unerfahrenen Teilnehmer die Möglichkeit gegeben werden, auf Grund eigener Erwägungen Abschlüsse zu tätigen bzw. bereits eingegangene Engagements selbständig zu überwachen.

Als letzte Voraussetzung wird gem. § 50 V für inländische Gesellschaften die Zulassung von deren Genehmigung abhängig gemacht.
Zunächst wird dadurch deutlich, daß i.d.R. bei der Zulassung zum Börsenterminhandel, anders als bei der Zulassung gem. §§ 36 ff BG, der Börsenvorstand von Amts wegen tätig wird.[2] Darüber hinaus ist der Genehmigungspflicht lediglich bei inländischen Erwerbsgesellschaften zu entnehmen, daß grundsätzlich auch Wertpapiere ausländischer Emittenten Gegenstand des Optionshandels sein können. Während ersterem keine praktische Bedeutung zukommt, wird auf die Frage der Zulassung ausländischer Wertpapiere zum Optionshandel noch in anderem Zusammenhang einzugehen sein.
Von der ihm in § 50 VI BG eingeräumten Befugnis, weitere bundeseinheitliche Bestimmungen über Zulassungsvoraussetzungen zu treffen, hat der 'Bundesrat', heute gem. Art. 129, 80 II GG der Bundeswirtschaftsminister mit Zustimmung des Bundesrates,[3] noch keinen Gebrauch gemacht.

---

1) BZ Nr. 129 v. 11.7.1969

2) Meyer-Bremer, S. 127

3) vgl. auch Meyer-Bremer, S. 20

b. Die Genehmigungspflicht gem. § 63 BG

Der Grundsatz der alleinigen Zuständigkeit des Börsenvorstandes für die Zulassung zum Börsenterminhandel wird in § 63 BG durchbrochen, wonach die Zulässigkeit von BTGen in Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmungen von der Genehmigung des 'Bundesrates' (s.o.) abhängig gemacht wird. Wenn somit der Zulassung solcher Anteile durch den Börsenvorstand eine staatliche Genehmigung vorgeschaltet ist, so liegt das daran, daß BTGe in diesen Anteilen damals als besonders gefährlich erschienen.[1)]

Die große Bedeutung, die dieser Bestimmung schon damals in der Praxis zukam, zeigt die Tatsache, daß bis 1931 rund 100 solcher Genehmigungen eingeholt werden mußten.[2)] Wenn diese Genehmigungen auch bis heute unwiderrufen sind,[3)] so hat das für den heutigen Optionshandel keine Bedeutung, da sich die Genehmigungen nur auf die damals üblichen Formen des Terminhandels bezogen. Von den 38 deutschen Aktiengesellschaften, in deren Aktien am 1.7.1970 der Optionshandel an der Frankfurter Börse aufgenommen wurde, waren immerhin 31 'Bergwerks- und Fabrikunternehmungen'. Mit der 'VO über die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenterminhandel vom 26.6.1970' wurden die Papiere dieser Gesellschaften für den Börsenterminhandel in Form der Einräumung des Rechts, Lieferung oder Abnahme zu verlangen (Optionsgeschäfte)[4)] für zulässig erklärt.

Die große Bedeutung des § 63 BG für die Zulassung ergibt sich darüber hinaus aus der Tatsache, daß hierunter nicht nur solche Betriebe fallen, die aus-

---

1) Tiefenthal, S. 44

2) Schönle, S. 422

3) Schönle, S. 422; Hahn, S. 973

4) BGBl I 1970, S. 933; weitere VOen sind inzwischen ergangen.

schließlich oder doch zumindest vorwiegend auf Bergbau oder Fabrikation gerichtet sind, sondern auch solche, zu deren wesentlichen Geschäften obige Tätigkeiten gehören.[1] Da hierunter praktisch alle Industrieunternehmungen fallen, unterliegen, wie ein Vergleich der genehmigten und der später zugelassenen Aktien zeigt, bis auf solche von Banken und Kaufhausunternehmungen alle anderen Anteile der Genehmigungspflicht des § 63 BG.
Der Schritt zu § 63 I S. 1 des Regierungsentwurfes zur Änderung des BG vom 30.9.1970[2] ist daher nicht groß, wenn danach 'Börsentermingeschäfte in Aktien nur statthaft (sein sollen), soweit sie durch Rechtsverordnung gem. S. 2 zugelassen werden'. § 63 I S. 2 räumt dem Bundeswirtschaftsminister mit Zustimmung des Bundesrates das Recht ein, durch RechtsVO 'Termingeschäfte in bestimmten Aktien oder Aktiengruppen zuzulassen, soweit eine Gefährdung des Publikums nicht zu besorgen ist. Damit wären alle Aktien in die Genehmigungspflicht mit einbezogen worden.

Sinn dieser bundeseinheitlichen Kontrolle soll es sein,[3] das überhöhte Risiko, das der Terminhandel für den Anleger mit sich bringt, weitestgehend zu mindern. Mag auch eine solche bundeseinheitliche Regelung durchaus wünschenswert erscheinen, so erweckt doch obige Begründung den Verdacht, eine wirksame Kontrolle des BTGs sei durch die Börsenvorstände nicht mehr gewährleistet. Daß dieser Verdacht jedoch unbegründet ist, zeigt die Zulassungspraxis z.B. in Hinblick auf das Nennkapital, vor allem aber die verantwortungsbewußte Entscheidung der Börsenvorstände, wegen des zu engen Marktes die Zulassung von Audi NSU zurückzunehmen.

---

1) Meyer-Bremer, S. 155
2) BR-Drucksache 522/70
3) BR-Drucksache 522/70

Die deutschen Börsen vertreten daher mit Recht die Auffassung, daß eine derartige Änderung des § 63 BG im Widerspruch mit der Zielsetzung der Novelle stehe, 'die eigenständige Stellung der Börsen entsprechend dem in Deutschland bewährten Gedanken der Selbstverwaltung' zu stärken.[1)]

c. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen §§ 50, 63 BG

aa. Allgemeines

Je nach Vorliegen bestimmter Voraussetzungen hinsichtlich obiger Bestimmungen haben sich im Börsenverkehr bestimmte Bezeichnungen entwickelt, die sich, ohne dem BG in allen Fällen entlehnt zu sein, ebenfalls in der Rechtsprechung sowie der Literatur durchgesetzt und eingebürgert haben. Diese Bezeichnungen wie auch ihre Erläuterungen sollen im Sinn einer klaren Darstellung vorangestellt sein.

Zu unterscheiden ist zunächst zwischen den 'erlaubten' und 'verbotenen' Börsentermingeschäften.
Nach den in § 63 BG niedergelegten Bestimmungen gilt ein Börsentermingeschäft in Wertpapieren dann als 'verboten', wenn es, ohne genehmigt zu sein, in Anteilen von Bergwerks und Fabrikunternehmungen stattfindet, bzw. wenn es gem. § 63 II BG ausdrücklich verboten ist.[2)3)] Liegen diese Verbotsgründe nicht vor, handelt es sich um ein erlaubtes Börsentermingeschäft.
Diese wiederum werden unterteilt in 'offizielle' und 'inoffizielle'.
Von einem 'offiziellen' Termingeschäft spricht man, wenn es nach den von dem Börsenvorstand gem. § 50 II BG erlassenen Geschäftsbedingungen abgeschlossen und

---

1) Schlicht, S. 44

2) Bley, S. 22

3) Für den Bereich der Börsentermingeschäfte in Wertpapieren ist ein solches Verbot nicht bekannt.

Gegenstand dieses Geschäfts ein gem. § 50 BG zugelassenes Wertpapier ist.[1] Fehlt eine dieser Voraussetzungen, so liegt ein 'inoffizielles' Börsentermingeschäft vor.[2] Inoffiziell, aber erlaubt sind die Börsentermingeschäfte, die, ohne gesetzlich oder behördlich verboten zu sein, doch nicht zum Börsenterminhandel zugelassen sind.[3] Hierunter fallen neben den Geschäften in Wertpapieren, die der Genehmigung des § 63 BG nicht bedürfen, auch die Börsentermingeschäfte in Wertpapieren, für die zwar eine Genehmigung gem. § 63 I BG vorliegt, die aber noch nicht an der Börse zugelassen sind.

Rechtliche Folgen ergeben sich für die dergestalt verbotenen, offiziellen und inoffiziellen, aber erlaubten Börsentermingeschäfte sowohl in börsenverwaltungsrechtlicher als auch in börsenprivatrechtlicher Hinsicht.

bb. Börsenverwaltungsrechtliche Folgen

Die börsenverwaltungsrechtlichen Folgen ergeben sich aus § 51 BG.
Danach ist für verbotene bzw. inoffizielle Börsentermingeschäfte die Benutzung aller Börseneinrichtungen sowie die Vermittlung durch Kursmakler ausgeschlossen. Ebenfalls dürfen Kurszettel nicht erstellt, veröffentlicht oder verbreitet werden. Dadurch soll deutlich werden, daß diese Geschäfte nicht den Schutz der Börse genießen.
Der Ausschluß von der Benutzung aller Börseneinrichtungen ergeht durch Anordnung des Börsenvorstandes, der jedoch den Erlaß zeitlich auf ein Jahr begrenzt aussetzen kann, wenn die Verhandlungen hinsichtlich

---

1) Oldemeyer, S. 152
2) BGH BB 1972, 594 (595)
3) Schönle, S. 427

der Zulassung eines Wertpapiers noch schweben[1] bzw. ein in zugelassenen Wertpapieren stattfindender Handel in Abweichung von den gem. § 50 II BG erlassenen Geschäftsbedingungen stattfindet. Unberührt davon bleiben diese Geschäfte von der Vermittlung durch Kursmakler weiter ausgeschlossen, da diese von der Landesregierung bestellt werden, § 30 I S. 2 BG, und somit nicht den Anordnungen des Börsenvorstands unterliegen.[2] Gilt der Ausschluß inoffizieller Börsentermingeschäfte nur für den Bereich der Börse, in der die Anordnung erfolgt, so trifft der Ausschluß wegen verbotener Börsentermingeschäfte sämtliche Börsen im Geltungsbereich dieses Gesetzes.[3]
Große Bedeutung kommt diesen börsenverwaltungsrechtlichen Folgen insgesamt jedoch nicht zu. Soweit ersichtlich ist § 51 BG noch nicht Gegenstand einer Auseinandersetzung gewesen.

cc. Börsenprivatrechtliche Folgen

Die börsenprivatrechtlichen Folgen, die sich aus der Mißachtung der Zulassung bzw. der Genehmigung ergeben, sind für den Anleger von allergrößter Bedeutung, da schon hier über dieWirksamkeit bei Verbindlichkeit des Börsentermingeschäfts entschieden wird.

(1) Die verbotenen BTGe

Gem. § 64 I S. 1 BG begründen verbotene BTGe keine Verbindlichkeit.
Ihre Unwirksamkeit erstreckt sich auf Sicherheitsleistungen, § 64 I S. 2 BG, ebenso wie auf Verbindlichkeiten, insbesondere Schuldanerkenntnisse, die zum Zweck der Erfüllung des verbotenen BTG eingegangen sind, § 69 BG. Auch die Erteilung bzw. Übernahme von

---

1) Ein Anspruch auf Zulassung ihrer Papiere seitens der Gesellschaft besteht nicht.

2) Meyer-Bremer, S. 131

3) Meyer-Bremer, S. 131

Aufträgen zum Abschluß solcher Geschäfte wie auch Vereinigungen zu diesem Zweck sind von vornherein unwirksam, § 70 BG.

Eingeschränkt ist die Unwirksamkeit jedoch in Hinblick auf das bereits geleistete, das gem. § 64 II BG nicht unter Berufung auf die Unverbindlichkeit des Geschäfts gem. § 64 zurückgefordert werden kann.

Diese Einschränkung hat in der Literatur zu dogmatischen Mißverständnissen geführt.
Uneinigkeit besteht nämlich darüber, ob § 64 II BG lediglich eine Einschränkung der Nichtigkeit verbotener BTGe gem. § 134 2. HS BGB sei[1] oder aber, ob daraus zu entnehmen sei, daß auch verbotene BTG immerhin noch eine natürliche Verbindlichkeit erzeugen und daher eben nicht nichtig seien.[2]
Der Wille des Gesetzgebers hingegen ist eindeutig. Danach will er lediglich durch § 64 II BG eine Abschwächung der Nichtigkeit erzielen,[3] deren Rechtfertigung in der Beseitigung der mit den Bedürfnissen des Verkehrs sich nicht vertragenden Rechtsunsicherheit zu finden ist. Wegen der gleichen Rechtsfolge ist dem Streit zumindest im Hinblick auf den BTH in Wertpapieren keine praktische Bedeutung zuzumessen.[4]

(2) Die erlaubten BTGe

Gem. § 52 BG sind erlaubte BTGe nur nach Maßgabe der §§ 53-56 BG verbindlich.
Damit hat der Gesetzgeber neben die Anforderungen an die den Gegenstand des Handels bildenden Wertpapiere, also objektive, die subjektiven gestellt, die ihrerseits den am Handel beteiligten Personenkreis betreffen.[5]

---

1) Meyer-Bremer, S. 157
2) Kullak, S. 24; Schönle, S. 425
3) Begründung II, S. 2608
4) Tiefenthal, S. 47
5) Kullak, S. 16

In den §§ 53-56 BG verlangt das Gesetz, daß die beteiligte Person börsentermingeschäftsfähig ist. Unter bestimmten Voraussetzungen kann die Börsentermingeschäftsunfähigkeit durch Sicherheitsleistungen geheilt werden.

(a) Die Börsentermingeschäftsfähigkeit

Ähnlich dem Erfordernis der Geschäftsfähigkeit im BGB[1] sollen die erlaubten, also sowohl die offiziellen als inoffiziellen, aber erlaubten BTGe nur dann verbindlich sein, wenn beide Parteien börsentermingeschäftsfähig sind. Demgegenüber sind verbotene BTGe unbeachtlich der Börsentermingeschäftsfähigkeit ihrer Parteien von vornherein unwirksam.
Unter Börsentermingeschäftsfähigkeit ist die Fähigkeit der Vertragspartei zu verstehen, verbindliche Börsentermingeschäfte abschließen zu können.[1]
War die Börsentermingeschäftsfähigkeit nach dem alten BG lediglich abhängig von der Eintragung der betreffenden Person ins Börsenregister,[2] so ist heute diese Eigenschaft grundsätzlich dem freien Willensentschluß der Partei entzogen. Sie wird vielmehr abhängig gemacht von gewissen, dem Rechtssubjekt anhaftenden Eigenschaften.[3]
Die Auswahl der Eigenschaften, die das Vorhandensein der Börsentermingeschäftsfähigkeit einer Person bewirken, ist vom Gesetzgeber hauptsächlich nach dem Gesichtspunkt der geschäftlichen Urteilsfähigkeit erfolgt.[4] Aus diesem Grund besteht der Kreis der Börsentermingeschäftsfähigen im wesentlichen aus Kaufleuten und Börsenleuten.
Zum Kreis der Kaufleute gehören neben den ins Genossenschaftsregister eingetragenen Genossenschaften die

---

1) Leitfaden, S. 4
2) Meyer-Bremer, S. 133
3) Tiefenthal, S. 27
4) Meyer-Bremer, S. 133

ins Handelsregister eingetragenen Kaufleute sowie die Unternehmen, deren Eintragung gem. § 36 HGB entbehrlich ist. Hierzu gehören insbesondere die Vielzahl kommunaler Sparkassen.[1)]
Handelsregister ist lediglich das deutsche Handelsregister, so daß für diejenigen, die in einem ausländischen, wenn auch dem deutschen entsprechenden Register eingetragen sind, die Börsentermingeschäftsfähigkeit kraft handelsregisterlicher Eintragung entfällt.[2)]

In Übereinstimmung mit der Begründung zum 'Entwurf des Gesetzes betreffend die Änderung des BG', wonach im Börsenterminhandel im wesentlichen ein Standesinstitut für Vollkaufleute[3)] zu sehen sein soll, ist der Kreis der Kaufleute kraft Eintragung um diejenigen verkleinert worden, deren Gewerbebetrieb über den Umfang eines Kleingewerbes nicht hinausgeht, § 53 I S. 2 BG. Wann das der Fall ist, bestimmt sich nach der Verkehrsauffassung; Indizien sind neben dem gesamten Geschäftszuschnitt insbesondere das Betriebskapital.[4)] Der eingetragene Kaufmann, der sich auf das Fehlen der Börsentermingeschäftsfähigkeit beruft, hat zu beweisen, daß sein Betrieb über den Umfang eines Kleinbetriebes nicht hinausgeht.[5)]
Den Kaufleuten gleichgestellt sind die sog. Börsenleute, § 53 II Zi. 1 BG.
Hierunter fallen zunächst alle zum dauernden Börsenhandel zugelassenen Personen sowie diejenigen, die zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses oder früher Börsentermin- oder Bankiersgeschäfte betrieben haben. Im Gegensatz zu dem Kreis der Kaufleute bezieht sich

---

1) RGZ 166, 334 (339)
2) Düringer-Hachenburg-Breit, S. 426
3) Begr. II, S. 260
4) KG JW 1936, 1684
5) RGZ 147, 112 (116)

§ 53 II Zi. 1 nur auf natürliche Personen, da nur diese nach den Vorschriften der jeweiligen BO zum Börsenbesuch zugelassen werden können.[1] Zu den 'Börsenleuten' zählen daher hauptsächlich die Börsenmakler und diejenigen Bankleute, zu deren Aufgabenbereich der Abschluß von Börsengeschäften gehört. Als Börsenzulassung gilt nur die Zulassung an einer deutschen Börse.[2]

Neben den Kauf- und Börsenleuten sollen gem. § 53 II Zi. 2 BG auch diejenigen börsentermingeschäftsfähig sein, die zur Zeit des Geschäftsabschlusses im Inland weder Wohnsitz noch eine gewerbliche Niederlassung haben. Auf die Staatsangehörigkeit wird dabei nicht abgestellt. Die Berechtigung dieser Vorschrift, die in keinem Bezug zu der eingangs genannten Urteilsfähigkeit steht, ergibt sich einmal aus dem fehlenden Interesse des Staates, Personen zu schützen, die zu ihm in keiner direkten Beziehung stehen, andererseits war das Interesse an internationalen Handelsbeziehungen ausschlaggebend dafür, diesem Personenkreis die Börsentermingeschäftsfähigkeit zuzuerkennen.[3]

Sinn des Erfordernisses der Börsentermingeschäftsfähigkeit und damit der Beschränkung des Terminhandels auf einen nach seiner kaufmännischen Urteilsfähigkeit ausgelesenen Personenkreis war, eine 'Börsenrechtssphäre' zu schaffen, innerhalb der allein dem risikoreichen Börsenterminhandel völlige Freiheit eingeräumt werden konnte.[4]
Im Zuge der Diskussion um die Wiedereinführung des Börsenterminhandels sind z.T. Zweifel geäußert worden, ob diese Beschränkung heute noch ihren Sinn erfüllen

---

1) vgl. z.B. §§ 15 ff BO F'furt
2) Meyer-Bremer, S. 136
3) Begründung II, S. 2611
4) Begründung II, S. 2602

würde.[1] Ausgangspunkt war die Befürchtung, daß nicht alle der nach geltendem Recht börsentermingeschäftsfähigen Personen auch wirtschaftlich in der Lage seien, eventuell auftretende Verluste aus eigener Kraft zu tragen.[2] Wenn dennoch eine Änderung des § 53 BG bei Aufnahme des Optionshandels nicht erfolgt ist, erscheint das aus zwei Gründen gerechtfertigt, einmal nämlich, weil das finanzielle Risiko bei Optionsgeschäften auf Grund der weitgehenden Beschränkungen von Verlustmöglichkeiten erträglich geworden ist, und zum anderen, weil bei einer weiteren Einschränkung des börsenterminfähigen Personenkreises ernsthafte Auswirkungen auf die Lebhaftigkeit des Handels zu befürchten gewesen wären.

(b) Die Sicherheitsleistung gem. § 54 BG

Folge des Geschäftsabschlusses innerhalb der so geschaffenen 'Börsenrechtssphäre' ist für erlaubte BTGe deren volle Wirksamkeit.
Wollte man umgekehrt grundsätzlich von der Unverbindlichkeit erlaubter BTGe zwischen nicht terminfähigen Personen ausgehen, so hätte das eine starke Einschränkung des Börsenterminhandels zur Folge gehabt bzw. wahrscheinlich zu Umgehungen dieser Bestimmungen geführt.[3] Besonders betroffen wäre dadurch der Börsenterminhandel zwischen Bank und Publikum, dessen

---

4) Forts.:
Auch innerhalb der anläßlich der Börsenreform stattfindenden Diskussion um neue verfassungsgemäß Kriterien für die Zulassung zum Börsenhandel wird neben der Vollkaufmannseigenschaft mit spezieller börsenmäßigen Beschäftigung, Zuverlässigkeit, Vertrauenswürdigkeit und beruflicher Eignung auch der Besitz ausreichender finanzieller Mittel genannt, um Verpflichtungen aus abzuschließenden Geschäften erfüllen zu können (Bremer, Zwischenbilanz der Börsenform in AG 1969, 141).

1) z.B. Brestel, S. 134

2) Oldemeyer, S. 155

3) Tiefenthal, S. 33

Mehrzahl erfahrungsgemäß nicht zu dem in § 53 BG genannten Kreis gehört.

Für diese Fälle schafft § 54 BG bedingt Abhilfe. Danach kann bei einem BTG über Wertpapiere der börsentermingeschäftsfähige Teil von dem anderen Bestellung von Sicherheiten unter Beachtung der vorgeschriebenen Form verlangen, aus der er sich befriedigen kann, wenn der andere Teil unter Berufung auf die ihm fehlende Börsentermingeschäftsfähigkeit (Termineinwand) die Erfüllung verweigert. Während für den börsentermingeschäftsfähigen Teil das Geschäft insgesamt verbindlich ist, § 54 I S. 2 BG, ergibt sich eine Wirksamkeit für den Sicherheitsleistenden nur in Höhe der von ihm geleisteten Sicherheit.[1] Insgesamt ist daher das sog. 'hinkende' BTG weder voll wirksam noch unwirksam, vielmehr äußert es auf beiden Seiten verschiedene Rechtsfolgen.[2]
Eine Unbilligkeit zu Lasten des börsentermingeschäftsfähigen und damit voll verpflichteten Teils liegt darin jedoch nicht. Da für ihn ein wirksames Geschäft vorliegt, braucht er seine Verpflichtung auch nur so zu erfüllen, wie es dem Geschäft entspricht; insbesondere kann er mangels einer Vorleistungsverpflichtung die ihm obliegende Leistung bis zur Bewirkung der Gegenleistung verweigern.[3]

Der Sinn der Begrenzung der Befriedigungsmöglichkeit auf die Höhe der Sicherheitsleistung liegt daher hauptsächlich darin, daß dadurch die nichttermingeschäftsfähige Partei Klarheit über das von ihr eingegangene Risiko erhält.[4]

Wirksam ist die Sicherheitsbestellung nur unter den Voraussetzungen des § 54 II-V BG.

---

1) Meyer-Bremer, S. 138
2) Apt S. 177; Kullak, S. 20
3) Meyer-Bremer, S. 138
4) vgl. Begründung II, S. 2604

Insbesondere muß der Besteller ausdrücklich schriftlich erklären, daß die Sicherheit, die aus Geld oder Wertpapieren mit Kurswert bestehen muß, zur Deckung von Verlusten aus BTGen dienen soll.[1] Andere Erklärungen darf das Schriftstück nicht enthalten.
Aus dem Umstand, daß das einzelne Geschäft bei der Sicherheitsbestellung nicht bezeichnet zu werden braucht, ergibt sich, daß diese Sicherheit auch für andere neben- oder nacheinander abgeschlossene BTGe haften kann.[2] In den formularmäßigen Sicherheitsbestellungen der Banken[3] befindet sich daher ausdrücklich der Hinweis, daß diese Sicherheiten zur Deckung von Verlusten aus 'diesen oder künftigen Börsentermingeschäften' bestellt ist.
Die praktische Bedeutung dieser Sicherheitsleistung ist - entsprechend der Seltenheit des Termineinwandes, denn nur gegen ihn kann sie absichern[4] - gering. Deshalb verzichten die Banken in der Regel auf die Stellung von Sicherheitsleistungen, obwohl auch hier zu bedenken ist, daß über das 'ob' und 'wie' einer jeden Risikoabsicherung letztlich die Bonität des Kunden ausschlaggebend sein wird.

---

1) Daraus folgt, daß bei fehlender oder unwirksamer Sicherheitsbestellung eine Befriedigung aus den allgemeinen Sicherheiten gem. Zi. 19 II AGB Banken nicht möglich ist.

2) Meyer-Bremer, S. 139

3) vgl. Leitfaden, Anlage V, Formular 5-7

4) z.T. wird übersehen, daß diese Sicherheitsleistung nicht das normale Erfüllungsrisiko abdecken soll (so Bley, S. 19); dafür stehen die allgemeinen Sicherheiten gem. Zi. 19 AGB Banken zur Verfügung.

(c) Weitere die Wirksamkeit unverbindlicher, aber erlaubter BTGe herstellende Vorschriften

Den erlaubten, aber unverbindlichen BTGen wird gem. § 55 BG insoweit eine Erfüllbarkeit zugestanden, als eine Leistung auf Grund des Geschäfts bereits erfolgt ist. Dieser dem § 762 BGB nachgebildeten Vorschrift zufolge entsteht daher auch bei nichtverbindlichen BTGen eine Art natürliche Verbindlichkeit.
Bedeutung kommt dem immer dann zu, wenn bei einem zwischen nicht börsentermingeschäftsfähigen Parteien abgeschlossenen BTG die Sicherheiten gem. § 54 BG fehlen bzw. ihre Bestellung nicht den Formvorschriften des § 54 II-V BG entspricht. Ist in diesen Fällen bereits die Prämie[1] bzw. der Optionspreis gezahlt, so unterliegen diese Leistungen bei Berufung auf die Unverbindlichkeit des Geschäfts nicht mehr der Rückforderung. Dasselbe gilt bei gegenseitiger vertraglicher Aufrechnung etwa im Rahmen eines Kontokrrentverhältnisses,[2] da dort die erfolgte Aufrechnung der Erfüllung des BTGs gleichkommt.[3]
Eine Ausnahme von dem Grundsatz, daß eine Aufrechnung nur mit klagbaren Forderungen möglich ist,[4] ergibt sich für den Bereich der BTGe aus § 56 BG.
Danach ist eine Aufrechnung gegen Forderungen aus BTGen auf Grund anderer BTGe auch dann zulässig, wenn diese Geschäfte unverbindlich sind und daher einen einklagbaren Anspruch nicht begründen. Der Anwendungsbereich dieser Vorschrift, die sich nur auf die einseitige Aufrechnung bezieht, ergibt sich aus BTGen mit unterschiedlichem Verbindlichkeitsgrad, also insbesondere für das Verhältnis zwischen Bank und Kunden, der gem. § 54 BG Sicherheit geleistet hat. Ohne diese

---

1) u.z. ohne Ansehung des Rechtscharakter der Prämie, vgl. RGZ 79, 406 (408)

2) Apt, S. 180

3) Begründung II, S. 2611

4) Soergel-Siebert-Ballerstedt, § 387 Anm. 10

Bestimmung müßte nämlich die Bank bei Abschluß mehrerer BTGe mit dem Kunden diesem die Gewinne voll auszahlen, während jener unter Berufung auf den Termineinwand bei anderen Geschäften die Verluste nur in Höhe der Sicherheitsleistung tragen müßte.[1)]

Wenn auch normalerweise die Absicht der Parteien in der Liquidation der Kursdifferenzen liegt, so schließt das doch nicht aus, daß im Einzelfall Sinn des Abschlusses eines BTGs die Sicherung einer späteren Anlage ist. Bei diesen Geschäften, die wirtschaftlich dem Kassageschäft ähnlich sind, wäre es nicht gerechtfertigt, sie in ihrer Verbindlichkeit so zu beschränken, daß ihre Wirksamkeit trotz anfänglicher Übereinstimmung nachträglich von einer Seite in Frage gestellt wird.[2)] Deshalb sind gem. § 57 BG erlaubte BTGe von Anfang an immer dann verbindlich, wenn bei oder nach Eintritt der Fälligkeit sich eine Partei der anderen gegenüber mit der Bewirkung der vereinbarten Leistung einverstanden erklärt und die andere Partei die Leistung bewirkt hat. Das Merkmal der Parteiabsicht, tatsächlich so zu veräußern bzw. zu erwerben, entnimmt der Gesetzgeber der in beiderseitigem Einverständnis erfolgten effektiven Erfüllung zumindest einer Partei.[3)]

Bei Optionsgeschäften, die im Gegensatz zu den Prämiengeschäften zweigliedrig sind, bezieht sich das Merkmal 'Fälligkeit' auf die Fälligkeit der bei Ausübung des Optionsrechts entstehenden Leistungspflichten, da es nach dem Willen des Gesetzgebers nur auf diese ankommen soll.[4)] Die Einverständniserklärung des nichttermingeschäftsfähigen Kunden gem. § 57 BG wird daher

---

1) Meyer-Bremer, S. 144

2) Begründung II, S. 2612

3) Meyer-Bremer, S. 145

4) Dasselbe gilt auch für die im voraus fällige Prämie, vgl. Meyer-Bremer, S. 146

beim Optionsgeschäft mit Zusendung der erfolgten Abrechnung formularmäßig eingeholt.[1] Selbst bei erbrachter Sicherheitsleistung kommt dem in den Fällen Bedeutung zu, wo die Sicherheitsleistung nicht oder nicht mehr ausreicht.

(3) Der Ausschluß des Differenzeinwandes gem. § 58 BG

Stellt die Verbindlichkeit eines BTGs Anforderungen an die am Handel beteiligten Personen, so beurteilt sich der Ausschluß des Differenzeinwandes gem. § 58 BG nach Kriterien, die in dem betreffenden Wertpapier selbst begründet sind.[2]
Ausgangspunkt hierfür ist die Überlegung, daß ohne den § 58 BG die Durchsetzbarkeit von Ansprüchen aus BTGen, die zwar wirtschaftlich sinnvoll, jedoch normalerweise in der Absicht geschlossen sind, am Erfüllungstag die Kursdifferenz zu realisieren, auf Grund der Möglichkeit des Differenzeinwandes gem. §§ 762, 764 BGB bedroht ist.

In der Absicht, der wirtschaftlich gerechtfertigten Erscheinung des BTGs völlige Rechtswirksamkeit zu gewähren, hat der Gesetzgeber in § 58 BGB die Möglichkeit des Differenzeinwandes gegenüber Ansprüchen aus BTGen ausgeschlossen, soweit sie nach den Vorschriften der §§ 53, 54, 57 BG verbindlich sind und sich auf Wertpapiere beziehen, die zum BTH zugelassen sind. Das Merkmal der Zulassung beinhaltet über den bloßen Zulassungsakt durch die Börsenvorstände hinaus die Forderung, daß das betreffende BTG in Übereinstimmung mit den anläßlich der Zulassung erlassenen Geschäftsbedingungen abgeschlossen und durchgeführt wird.[3]

---

1) Leitfaden, Anlage V, Formular 22, 23

2) Kullak, S. 25

3) Meyer-Bremer, S. 147

Durch den Ausschluß des Differenzeinwandes sollen nämlich nur diejenigen BTGen den Genuß völliger Rechtssicherheit kommen, deren Gefährlichkeit für den Anleger durch eine ständige Überwachung und Kontrolle seitens der Börsenvorstände stark eingeschränkt ist.[1] Eine solche Überwachung ist jedoch nur dann wirksam, wenn neben der Prüfjng der Wertpapiere im Zulassungsverfahren sich der Handel in festen Bahnen abspielt.

Die Bezugnahme des § 58 BG auf zugelassene BTGe macht eine Unterteilung der erlaubten BTGe in offizielle und inoffizielle, aber erlaubte erforderlich. Grundsätzlich gilt der Ausschluß des Differenzeinwandes nur für offizielle BTGe; er trifft zudem nur auf diejenigen Parteien zu, für die das Geschäft verbindlich ist. Verbindlich ist das BTG für beide Parteien nur in den Fällen der §§ 53 und 57 BG; darüber hinaus auch noch für den Vollkaufmann gem. § 53 I BG, dem gem. § 54 BG Sicherheit geleistet worden ist. Aus letzterem ergäbe sich, daß der Sicherheitsleistende den Einwand gem. §§ 764, 762 BGB erheben und, weil die Sicherheitsleistung nicht als auf Grund des Geschäfts geleistet ist, diese herausverlangen könnte. Das hätte zur Folge, daß im normalen Verhältnis Bank-Kunde es im Belieben des nichttermingeschäftsfähigen Kunden stehen würde, die Wirksamkeit des BTG anzuerkennen bzw. durch Erhebung des Differenzeinwandes in den für ihn ungünstigen Fällen das Geschäft scheitern zu lassen.[2]

Dasselbe müßte für die Aufrechnung gem. § 56 BG gelten. Diese gegen das allgemeine Rechtsempfinden verstoßende Rechtsfolge beseitigt § 58 S. 2 BG, wonach die Vorschriften der §§ 54 und 56 BG bei Erhebung des

---

1) Begründung II, S. 2612;
vgl. auch BGH BB 72, 594

2) Kullak, S. 26

Differenzeinwandes entsprechende Anwendung finden.

Ohne Ansehung der Verbindlichkeit gilt für inoffizielle, aber erlaubte BTG der Ausschluß des Differenzeinwandes nicht.
Im deutschen Optionshandel kommt dem praktisch bisher noch keine Bedeutung zu. Auf Grund des Umstandes nämlich, daß die Genehmigungspflicht nahezu alle Wertpapiere umfaßt, die genehmigten Anteile aber andererseits bei allen Börsen zum Optionshandel zugelassen sind,[1] sind inoffizielle, aber erlaubte Optionsgeschäfte bisher nicht bekannt geworden.
Etwas anderes ergibt sich bei BTGen, die an ausländischen Börsen abgeschlossen oder erfüllt werden, da sie gem. § 61 BG hinsichtlich ihrer Rechtsfolgen den deutschen gleichgestellt werden. Bei diesen Geschäften handelt es sich ausnahmslos um inoffizielle Geschäfte schon deshalb, weil bei ihnen das Zulassungsmerkmal bzw. die Durchführung nach deutschen Geschäftsbedingungen fehlt.[2] Das hat zur Folge, daß bei einem Prämiengeschäft, das z.B. deutsche Parteien an der Zürcher Effektenbörse in einem dort zugelassenen deutschen Wert nach den dortigen Usancen abschließen, die Erfüllung unter Hinweis auf §§ 764, 762 BGB verweigert werden kann.

Gerechtfertigt erschien das dem Gesetzgeber mit der Begründung, daß der Ausschluß des Differenzeinwandes nur durch die strenge Überwachung deutscher Börsenorgane gerechtfertigt sei.[3]
Diese Auffassung ist in neuester, nicht unbestrittener Rechtsprechung vom BGH beibehalten worden. Insbesondere sieht der BGH keinen Anlaß dazu, von der alten reichsgerichtlichen Rechtssprechung abzugehen.

---

1) Eine Ausnahme bildet lediglich Audi-NSU, deren Zulassung mit Wirkung vom 30.4.1972 zurückgenommen wurde.

2) Meyer-Bremer, S. 147; BGH BB 72, 594

3) Begründung I, S. 11

In ständiger Rechtssprechung hatte das RG[1] eine entsprechende Anwendung des § 50 BG auf ausländische Börsen mit ähnlichen Geschäftsbedingungen und Handelsusancen abgelehnt mit der Begründung, der § 50 BG bezwecke den Schutz der Bevölkerung vor den Gefahren des Terminhandels, der nur dann gewährleistet erscheine, wenn sich die Zulassung unter der Aufsicht und der Überwachung der eigenen staatlichen Organe vollziehe.
Ob diese 'unangebrachte Überschätzung der Qualitäten der eigenen Staatsorgane' heute tatsächlich noch im Zuge eines internationalen wirtschaftlichen Zusammenwachsens auch auf dem Bereich der Wertpapierbörsen[2] angebracht und gerechtfertigt ist, erscheint besonders deshalb fraglich, weil viele ausländische Börsen sowohl hinsichtlich ihrer Erfahrung im Terminhandel als auch in ihrem Geschäftsumfang den deutschen Börsen weit überlegen sind.[3]

In der Praxis verliert darüber hinaus die Erhebung des Differenzeinwandes auf Grund seiner moralischen Beurteilung in Börsenkreisen an Gewicht,[4] so daß er für den Personenkreis, der zur Teilnahme am Börsenhandel zugelassen ist, im wesentlichen also die Vertreter der Banken und die Börsenmakler, nicht in Betracht kommt.
Die Wertung des Differenzeinwandes als 'eine mit der Ehre oder dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen nicht zu vereinbarende Handlung' wird besonders deutlich in der Handhabung der Berufungskammer in Börsenehrengerichtssachen, wonach nicht nur die Erhebung oder Androhung eines Differenzeinwandes durch einen Börsenbesucher als sittlich verwerflich und unter

---

1) vgl. RG 79, 381 (389)
2) vgl. Handelsblatt v. 16.10.1972; Horn, S. 155 ff
3) Weber/Crewett in Anm. zu BGH BB 72, 594 (596)
4) Meyer-Bremer, S. 150

allen Umständen als ehrwidrig betrachtet wurde, sondern schon die bloße Erwähnung der Möglichkeit des Einwandes in der Absicht, dadurch ein Entgegenkommen der anderen Partei zu erreichen.[1)]

Allerdings sieht der 'Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes'[2)] von 1970 anstelle des Ehrengerichtes die Einrichtung eines 'Ehrenausschusses' vor. Dieser Ausschuß kann gem. § 9 'mit Ausnahme der Kursmakler und ihrer Stellvertreter alle Börsenbesucher, die sich im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit an der Börse eine mit der Ehre oder dem Anspruch auf kaufmännisches Vertrauen nicht zu vereinbarenden Handlung haben zuschulden kommen lassen, mit Verweis, mit Ordnungsgeld bis zu DM 2.000,-- oder mit Ausschließung von der Börse bis zu 10 Sitzungstagen belegen'.

Da anzunehmen ist, daß der neuzubildende Börsenausschuß für die Beurteilung einer Handlung als mit der kaufmännischen Ehre vereinbar dieselben Kriterien anlegen wird wie das Berufungsgericht in Börsenehrengerichtssachen, wird auch in Zukunft der Erhebung des Differenzeinwandes durch Börsenbesucher wegen seiner weitgehenden Folgen praktisch keine Bedeutung zukommen.

---

1) Meyer, S. 441

2) BR-Drucksache 522/70

3. Die besonderen Geschäftsbedingungen für Optionsgeschäfte im Bereich der Wertpapierbörsen und der Kreditinstitute

Geht man rechtlich unvoreingenommen vom Normalfall eines Optionsgeschäftes aus, so erteilt der Kunde seiner Bank wie bei anderen Wertpapiergeschäften eine Order, die die Bank an die Börse weiterleitet, um dort einen entsprechenden Vertragspartner zu finden.[1] Rechtlich besteht allerdings im Fall des Optionsgeschäfts anders als bei den meisten Wertpapiergeschäften kein Auftragsverhältnis, sondern, da die Bank hier als Eigenhändler auftritt, ein Kaufvertrag. Die Bank, die äußerlich die Order des Kunden an die Börse weiterleitet, schließt somit dort ebenfalls mit einem anderen zum Optionshandel zugelassenen Teilnehmer ein rechtlich selbständiges Optionsgeschäft ab.

Wiewohl in jedem Fall Optionsgeschäft i.S. eines BTGs sind daher zwei Ebenen, innerhalb und außerhalb der Börse, zu unterscheiden,[2] für die auf Grund ihrer Eigenarten eigene Geschäftsbedingungen ausgestaltet worden sind.

a. Besondere Bedingungen für Optionsgeschäfte (Wertpapierbörsen)[3]

Ihrer gesetzlichen Verpflichtung gem. § 50 II BG zum Erlaß besonderer, die Optionsgeschäfte als Erscheinungsform des BTGs betreffende Geschäftsbedingungen sind die Börsenvorstände durch die Festsetzung der von der Börsensachverständigenkommission einheitlich für alle Börsen ausgearbeiteten BesBedW nachgekommen.

Die BesBedW stellen dabei eine durch die Erweiterung

---

1) Bley, S. 29

2) Leitfaden, S. 3

3) im folgenden BesBedW

der Börsengeschäfte notwendig gewordenen Ergänzung der bereits bestehenden Geschäftsbedingungen bzw. Usancen der einzelnen Börsen dar. Insofern beinhalten sie nur Bestimmungen, die das Optionsgeschäft direkt betreffen, wie z.B. die Frage des Teilnehmerkreises, Angaben über Mindestmengen, Frist etc., aber auch Vorschriften über den Umfang des Optionsrechts; andererseits wird für den Fall der Nichterfüllung nach Ausübung auf die auch im Kassahandel übliche Zwangsregulierung verwiesen.
Im folgenden sollen die wesentlichen Bestimmungen der BesBedW dargestellt und erläutert werden.

aa. Abschluß des Optionsgeschäfts

Zum Abschluß von Optionsgeschäften an der Börse ist gem. § 2 BesBedW nur zugelassen, wer von der Liquidationskasse AG als Teilnehmer anerkannt ist. Sinn dieser Bestimmung ist, durch die mit der Anerkennung als Teilnehmer verbundene Verpflichtung zur Abwicklung der Optionsgeschäfte nach Maßgabe des 'Regulativs der Liquidationskasse AG' die Gewährleistungs- und Evidenzfunktion der Kasse praktikabel werden zu lassen.[1)]

Gehandelt werden gem. § 3 BesBedW lediglich Kauf- und Verkaufsoptionen, und zwar mindestens über 50 Stück, § 4 BesBedW. Die Frage nach der Höhe des Mindestschlusses war lange umstritten. Der Arbeitskreis Optionsgeschäft hatte zunächst daran gedacht, den Mindestschluß auf eine Option über 5 Stück der betreffenden Aktien festzulegen, um so ebenfalls der breiten Öffentlichkeit den Abschluß eines Optionsgeschäfts zu ermöglichen. Auf Grund der Bedenken insbesondere der Vertreter der Kreditinstitute, die für diesen Fall auf das Mißverhältnis der Mindestgebühren zu

---

1) Hierauf wird im Zusammenhang mit der Kasse noch näher eingegangen werden.

dem Optionspreis sowie auf organisatorische Schwierigkeiten hinwiesen,[1] entschied man sich, die Option nur über einen variablen Schluß, also 50 Stück, oder ein Mehrfaches davon laufen zu lassen. Ein vermittelnder Vorschlag, den Mindestschluß auf 20 Stück herabzusetzen, um dem 'Kleinen Mann' das Spekulieren in Aktien zu ermöglichen bzw. eine Art 'Roulett für Kleinsparer' zu schaffen,[2] drang aus denselben Gründen nicht durch, obwohl dieser Vorschlag vom Bundeswirtschaftsministerium deutlich unterstützt wurde.

In Anlehnung an die Usancen in den USA [3] beträgt die Laufzeit einer Option, also die Befristung für die Ausübung des Optionsrechts, 2 und 3 Monate zuzüglich 5 bzw. 6 Monate zuzüglich 10 Kalendertage, § 5 BesBedW. Diese Frist kann sich um einen Tag verlängern, wenn der letzte Tag kein Börsentag ist. In diesem Fall kann die Option noch am nächsten Börsentag ausgeübt werden, § 8 II BesBedW. Eine Prolongation nach Art der alten BTGe ist ausdrücklich ausgeschlossen.

Der Optionspreis ist bei Abschluß des Optionsgeschäfts zu zahlen, § 7 BesBedW. Diese Ähnlichkeit mit dem Barprämiengeschäft hat ungeachtet der rechtlichen Unterschiede verschiedentlich zur Gleichsetzung beider Börsentermingeschäftsarten geführt.[4]

Lange Zeit streitig war die Frage der freien Übertragbarkeit der Option.[5] Zwar ergaben sich hinsichtlich ihrer rechtlichen Beschaffenheit keine Bedenken, jedoch hätte eine unkon-

---

1) BZ Nr. 174 v. 12.9.1969
2) Pook, Wege ..., S. 7
3) Pook, Wege ..., S. 7
4) Oldemeyer, S. 15; vgl. auch oben S. 26
5) Handelsblatt v. 12.9.1969

trollierbare Abtretungsmöglichkeit zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit auf seiten des Stillhalters als Verpflichteten und der Kasse als Abwicklungs- und Überwachungsorgan geführt. Aus diesem Grund ist gem. § 6 II S. 2 die Übertragung vom bisher Berechtigten sofort dem Stillhalter wie auch der Kasse anzuzeigen.

Die Unteilbarkeit des Optionsgeschäfts, § 6 I BesBedW, bezieht sich weniger auf einen Schluß als vielmehr darauf, daß danach selbst Optionsgeschäfte über ein Mehrfaches eines Schlusses nicht rückwirkend in mehrere Optionsgeschäfte über 50 Stück Aktien zerteilt werden dürfen. Gerechtfertigt ist diese Bestimmung ebenfalls aus Gründen der Rechtssicherheit sowie wegen der erheblichen Schwierigkeiten, die die Teilbarkeit eines mehrschlüssigen Geschäfts nach der Ausübung im Zuge der Abwicklung einzelner Optionen mit sich gebracht hätten.
Es empfiehlt sich daher, anstelle nur eines Optionsgeschäfts über einen Mehrfachschluß mehrere über einen Schluß abzuschließen, da diese einzeln und somit zu unterschiedlichen Zeitpunkten ausgeübt[1] bzw. auch einzeln abgetreten werden können. Eine kostenmäßige Schlechterstellung, die nur in Hinblick auf die Mindestgebühr erfolgen könnte, ist praktisch nicht dadurch zu befürchten.

bb. Ausübung der Option

Die Erklärung des Berechtigten, die Option ausüben zu wollen, muß innerhalb der ersten halben Stunde nach Börsenbeginn dem Stillhalter zugegangen sein, § 8 I BesBedW; der Zugang regelt sich nach § 130 BGB.
Die Ausübungserklärung, die wegen ihrer Formfreiheit auch telefonisch oder per Telex zugehen kann, muß vom Stillhalter am gleichen Tag schriftlich bestätigt

---

1) Leitfaden, S. 6

werden, falls nicht sofort abgerechnet worden ist.[1] Ist die Erklärung nicht mehr innerhalb der genannten Frist zugegangen, so gilt sie für den nächsten Börsentag, sofern die Optionsfrist noch läuft, § 8 II S. 2 BesBedW.
Da die Option nach Ablauf der Optionsfrist verfällt, ist schon aus diesem Gesichtspunkt die Rechtzeitigkeit der Ausübungserklärung von Bedeutung.
Fällt die Ausübungserklärung innerhalb der Optionsfrist, so richtet sich die Frage der rechtzeitigen Erfüllung durch den Stillhalter nach dem Erklärungstag. Da gem. § 9 BesBedW das nach Ausübung zustandegekommene Wertpapiergeschäft nach den für den Kassahandel geltenden Geschäftsbedingungen erfüllt wird, bedeutet das, daß innerhalb einer zwei-Tages-Frist zu erfüllen ist.[2] Diese Frist beginnt mit Ausübung der Option.
Eine Ausnahme von der 2-tägigen Erfüllungsfrist tritt ein, wenn die Option in der Zeit zwischen Hinterlegung der Aktien für die Teilnahme an der Hauptversammlung und der Hauptversammlung ausgeübt wird. In diesen Fällen erfolgt die Erfüllung am ersten Börsentag nach der Hauptversammlung.
Nach Ausübung der Option sind die betreffenden Wertpapiere brutto zum Basispreis abzurechnen.

Erfüllt ein Vertragsteil nicht rechtzeitig, so ist dies von dem nichtsäumigen Vertragsteil innerhalb zweier Tage nach dem eigentlichen Erfüllungstag der Kasse zu melden, § 15 BesBedW.
Die Zwangsregulierung (Exekution) des Wertpapiergeschäfts wird dann nach den Geschäftsbedingungen der betreffenden Börse durchgeführt, und zwar im Fall, daß der Stillhalter säumig ist, zwischen der Kasse und dem Berechtigten, andernfalls zwischen Käufer und Verkäufer direkt.

---

1) Bley, S. 37
2) vgl. § 9 GeschBed F'furt

Die Zwangsregulierung, deren Voraussetzung Säumigkeit und vergebliche Nachfristsetzung sind,[1] wird vorgenommen durch Ankauf bzw. Verkauf der betreffenden Wertpapiere bei einem Dritten für Rechnung der säumigen Partei.[2] Die Differenz zwischen vereinbartem Kurs und Exekutionskurs sowie alle mit der Zwangsregulierung in Zusammenhang stehenden Kosten trägt die säumige Partei. Sollte der Betreffende zahlungsunfähig sein, droht ihm der Ausschluß vom Börsenbesuch. Dank der umfangreichen Sicherungsmaßnahmen bei Abschluß eines Optionsgeschäfts sind Zwangsregulierungen der durch Ausübung entstandenen Wertpapiergeschäfte noch nicht notwendig geworden.

cc. Behandlung von anfallenden Nebenrechten

Auf Grund ihrer Bedeutung für den Wert und damit Kurs einer Aktie mußten auch für den Optionshandel Bestimmungen für den Anfall von Nebenrechten geschaffen werden.[3]
Berücksichtigung müssen diese Rechte einmal dann finden, wenn sie zwischen limitierter Beauftragung zum Abschluß und dem Abschluß eines Optionsgeschäfts fällig werden, zum anderen auch immer dann, wenn sie während der Laufzeit der Option anfallen und die Option ausgeübt wird.

Gem. § 14 I BesBedW können Aufträge zum Abschluß von Optionsgeschäften in Bezug auf ihren Basispreis und/ oder den Optionspreis limitiert werden. Bei Limitierung des Basispreises sind die Folgen bei Nebenrechten unterschiedlich.
Fällt in dieser Zeit eine Dividende oder sonstige Barausschüttung an, so bleibt der Auftrag unter Verminderung des Limits um den Bruttobetrag der Ausschüttung

---

1) zum Verfahren der Zwangsregulierung vgl. § 24 GeschBed D'dorf

2) Obst-Hintner, S. 649

3) Roimann, Sonderdruck d. BZ Nr. 118 v. 26.6.1970

bestehen.
Gibt die AG jedoch in dieser Zeit Bezugsrechte, Gratisaktien, Aktiensplits oder ähnliche in ihrem Wert vom Tageskurs der Altaktie abhängigen Rechte, so erlischt der Auftrag.
Diese unterschiedliche Handhabung hat praktische Gründe. In letzterem Fall wäre nämlich wegen der wertmäßigen Unbestimmbarkeit des Nebenrechts eine Überwachung der Limitierung nicht mehr möglich.
Ebenfalls erlischt der Auftrag zum Abschluß eines Optionsgeschäfts über ausländische Aktien[1] zudem immer dann, wenn den Aktionären Umtausch oder Abfindung angeboten wird.

Bei Limitierungen des Optionspreises gilt dasselbe, nur, daß mangels eines Zusammenhangs zwischen Optionspreis und Tageskurs beim Anfall von Dividenden und sonstigen Barausschüttungen eine Verminderung des Optionspreises nicht erfolgt.

Fallen nach Abschluß des Optionsgeschäfts Nebenrechte obiger Art an, so stehen sie im Ausübungsfall grundsätzlich dem Käufer der Wertpapiere zu.
Ihre Zuteilung ist nach Art des Nebenrechts verschieden.
Wird während der Laufzeit eine Dividende oder Barausschüttung fällig, so wird im Ausübungsfall der Basispreis um den Betrag der Bruttoausschüttung vermindert, § 10 BesBedW.
Anfallende Bezugsrechte hingegen sind mitzuliefern, wenn die Frist zur Ausübung des Bezugsrechts nach Ablauf der Option endet oder die Option spätestens am drittletzten Handelstag für das Bezugsrecht ausgeübt wird, § 11 1 BesBedW. In diesen Fällen soll dem Käufer

---

1) Obwohl im Augenblick noch keine ausländische Aktie zum Optionshandel zugelassen ist, zeigt diese Differenzierung, daß die Börsensachverständigenkommission grundsätzlich die Zulassung auch ausländischer Werte nicht ablehnt.

die Möglichkeit gegeben werden, selbst über die Verwertung des Rechts zu befinden. Ist eine Entscheidung des Käufers nicht mehr möglich, weil etwa der Bezugrechtshandel weit vor der Ausübung der Option beendet war, so vermindert sich der Basispreis bei der Erfüllung um den Kurswert des Bezugsrechts am vorletzten Handelstag an der Börse des Verkäufers, § 11 II BesBedW. Bei Gratisaktien, Aktiensplits, Stockdividenden o.ä. sind die neuen Aktien bzw. Teilrechte bei Ausübung der Option dem Käufer mitzuliefern. Auch in diesen Fällen wird also die Verwertung dieser Rechte in das Belieben des Erwerbers gestellt.

dd. Behandlung bei Unterbreitung eines Umtausch- oder Abfindungsangebotes gem. § 13 BesBedW

Eine andere Regelung ist für den Fall getroffen worden, daß während der Optionsfrist den Inhabern der den Gegenstand der Option bildenden Wertpapiere als Aktionären seitens einer fremden Gesellschaft ein Umtausch- bzw. seitens ihrer Gesellschaft ein Abfindungsangebot gemacht wird.

Bei Vorlage solcher Angebote, deren Annahme regelmäßig befristet ist, endet gem. § 13 BesBedW die Optionsfrist spätestens mit dem 5. Tag vor Ablauf der Annahmefrist, unbeschadet einer nach Anrufung der Gerichte durch die Aktionäre gem. § 305 IV AktienG erreichten Fristverlängerung. Die Fristverkürzung wird durch die Börsenvorstände bekanntgegeben.
Eine Ermäßigung des Optionspreises im Umfang der Fristverkürzung tritt nicht ein.
Im Zusammenhang mit dem Kaufangebot der August-Thyssen-Hütte AG an die Rheinstahlaktionäre vom 23.2.1973 hat diese Vorschrift erstmals praktische Bedeutung erlangt. In entsprechender Anwendung des § 13 BesBedW wurde nämlich auf Beschluß der Börsenvorstände das Ende der

Erklärungsfrist für alle vor dem 26.2.1973[1] abgeschlossenen Optionsgeschäfte in Rheinstahlaktien auf den 2.3.1973 vorverlegt.[2]
Diese Maßnahme war nicht unbestritten. Bedenken gegen die Anwendbarkeit des § 13 BesBedW auf diesen Sachverhalt ergaben sich insofern, als er lediglich die Behandlung bei Umtausch- und Abfindungsangeboten regelt, nicht aber den Fall der Unterbreitung eines Kaufangebotes.

Zweck der Verkürzung der Optionsfrist in § 13 BesBedW ist es, dem Stillhalter in Aktien, der die Entscheidung des Berechtigten während der Laufzeit der Option abwarten muß, diese Zeit so zu verkürzen, daß er seinerseits im Fall der Nichtausübung der Option noch eine wirksame Entscheidung hinsichtlich obiger Angebote treffen kann. Bei einem Umtausch- bzw. Abfindungsangebot ist das für ihn insofern von Bedeutung, als diese Angebote in Hinblick auf das gesamte Aktienkapital gemacht werden.

Theoretische Folge bei Fehlen des § 13 BesBedW und der Nichtausübung durch den Berechtigten wäre daher für den Stillhalter, daß er als 'letzter' freier Aktionär für seine Papiere keinen Markt mehr finden würde. Auf Grund dieses schweren Schadens, der für den Stillhalter zu befürchten wäre, erscheint selbst die unentgeltliche Verkürzung der Optionsfrist zulasten des Berechtigten als billig.

Anders ist jedoch die Interessenlage bei Vorlage eines Kaufangebotes zwecks Begründung einer Mehrheitsbeteiligung, da dieses Angebot nicht auf Erwerb des gesamten Aktienkapitals gerichtet ist.
In diesem Fall verbleibt ein ausreichend großer Teil der Aktien noch im freien Markt, so daß ein Handel in

---

1) Zu diesem Zeitpunkt galt das Angebot allgemein als bekannt.

2) Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 2.3.1973

diesen Papieren auch nach Ablauf der Annahmefrist möglich ist. Ein besonderer Schutz des Stillhalters auf Kosten des Berechtigten erscheint daher nicht notwendig.
Mangels einer gleichen Interessenlage konnte sich daher der Beschluß des Börsenvorstands zur Verkürzung der Optionsfrist bei Vorliegen des Thyssen-Kaufangebots nicht auf § 13 BesBedW stützen.
Die Frage denkbarer Schadensersatzansprüche wäre hier insbesondere wegen des auch nach Ablauf des Angebots heftigen Kursanstieges der Rheinstahl-Aktien durchaus gerechtfertigt gewesen.
Mangels eines Schutzbedürfnisses des Stillhalters in Aktien ist § 13 BesBedW einschränkend dahin auszulegen, daß eine Fristverkürzung nur dann in Betracht kommt, wenn das Optionsgeschäft vor Bekanntwerden des Angebots abgeschlossen worden ist. Diese Einschränkung ist vom Börsenvorstand beachtet worden.[1)]

Im Rahmen der Fristverkürzung ergibt sich aus der Formulierung 'spätestens bis zum 5. Tag', daß sich diese Frist noch verlängern kann.
Als Beispiel mag obiger Beschluß dienen, nach dem die Optionsfrist am 2. März enden sollte, obwohl das Angebot frühestens am 9. März hätte ablaufen können. Diese Verkürzung um 7 Tage rechtfertigt sich aus dem Umstand, daß der 2. März ein Freitag und der 5. März Rosenmontag und daher börsenfrei war.

Für den Fall der Beendigung des Optionshandels durch Verfügung von hoher Hand oder durch Schließung der Börsen ist der Vorstand berechtigt, verbindlich über die Abwicklung der bei der Kasse gemeldeten Geschäfte zu befinden,[2)] wenn dieser Zustand länger als 10 Tage dauert. Insbesondere ist der Börsenvorstand auch in

---

1) vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 2.3.1973

2) Diese Befugnis war 1931 noch das Ergebnis einer Kette von VOen, vgl. RGBl 1931, 395

diesem Fall befugt, die Optionsfrist zu kürzen und den Regulierungspreis festzusetzen.

b. Sonderbedingungen für Optionsgeschäfte (Kreditinstitute)[1]

Auf der außerbörslichen Ebene, also im Verhältnis zwischen Bank und Kunden wird das Optionsgeschäft nach Maßgabe der SonBedK abgeschlossen.
Im wesentlichen bestehen sie daher aus Regelungen betreffend den Status der Bank als Eigenhändler, die Leistung von Sicherheiten durch den stillhaltenden Kunden, sowie über die Limitierung des Kundenauftrags, die Fälligkeit des Optionspreises und die Ausübung der Option durch Erklärung des Kunden.

Neben den SonBedK, die als Erweiterung der AGB Banken durch die Einführung des Optionshandels notwendig geworden waren,[2] gelten die BesBedW, soweit sie technische Regelungen wie Mindestschluß, Optionsfrist o.ä. betreffen.

Besondere Bedeutung im Verhältnis Bank-Kunde kommt Zi. 2 SonBedK zu, derzufolge die Bank bei Optionsgeschäften stets als Eigenhändler auftritt.

Berücksichtigt man, daß das reine Kommissionsgeschäft gem. § 383 HGB auf dem Wertpapiersektor als nicht den Belangen der Bank entsprechend[3] regelmäßig nicht mehr Anwendung findet, sind es heute üblicherweise zwei Formen, in den die Bank ihrem Kunden im Effektengeschäft gegenübertritt, einmal als Kommissionär mit Selbsteintrittsrecht, zum anderen als Eigenhändler.

Abgesehen von ausdrücklich vereinbarten Abweichungen führt gem. Zi. 29 (1) AGB Banken die Bank alle Aufträge zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die zum amt-

---

1) im folgenden SonBedK

2) Hartmann-Martens, S. 72

3) Oppermann, S. 134

lichen Handel zugelassen sind, als Kommissionär mit Selbsteintrittsrecht aus, bei Geschäften in nicht zum amtlichen Handel zugelassenen Wertpapieren tritt sie gem. Zi. 29 (2) AGB als Eigenhändler auf.
Diese Unterscheidung ergibt sich aus der rechtlichen Eigenart beider Formen.
In dem durch das Selbsteintrittsrecht erweiterten Kommissionsverhältnis kann auf Grund des Selbsteintrittsrechts gem. § 400 HGB der Kommissionär bei Kauforders als Verkäufer liefern bzw. bei Verkaufsaufträgen als Käufer selbst übernehmen. Wiewohl dadurch das Kommissionsverhältnis stark durch das Kauf- bzw. Verkaufsgeschäft überlagert ist, bleibt der Kommissionär zur Wahrung der Interessen des Kommittenten verpflichtet, insbesondere aber auch dazu, im Falle eines günstigeren Deckungsgeschäfts, dem Kommittenten den günstigeren Preis anzurechnen, § 401 HGB. Diese dem Kommissionsverhältnis entspringende Verpflichtungen der Bank entfallen völlig beim Eigengeschäft, bei dem die Bank in eigenem Namen und für eigene Rechnung Kaufverträge mit dem Kunden abschließt.

Im Unterschied zum Kommissionsgeschäft mit Selbsteintrittsrecht regelt sich der Eigenhandel lediglich nach den Vorschriften über den Kauf bzw. Handelskauf,[1] so daß insbesondere ein günstigeres Deckungsgeschäft der Bank nicht mehr den Kunden berechtigt.
Bedenkt man diesen Unterschied, so zeigt sich die Berechtigung der unterschiedlichen Anwendungsbereiche der Ausführungsformen gem. Zi. 29 AGB Banken. Die Kommission mit Selbsteintrittsrecht macht den amtlichen Handel notwendig, dessen Vorteil, die amtliche Kursfeststellung, es erst ermöglicht, die Erfüllung der Kommissionärsverpflichtungen zu überwachen.

---

1) Schönle, S. 209; Oppermann, S. 137

In den anderen Fällen, namentlich im Wertpapiergeschäft in nicht amtlich notierten, weil nicht zum amtlichen Handel zugelassenen Wertpapieren, wäre ein interessengerechter Kaufabschluß bei Selbsteintritt durch die Bank nur schwer nachzuweisen. Aus diesem Grund erscheint es gerechtfertigt, wenn die Banken unter Mitteilung an den Kunden 'Aufträge' als Eigengeschäfte ausführen, also direkt als Käufer bzw. Verkäufer auftreten. Ein Anspruch des Kunden auf Ausführung des 'Auftrags' besteht verständlicherweise nicht.

Anzumerken sei hier, daß der Kunde der Rechtsform, in der ihm die Bank gegenübertritt, keine Beachtung schenken wird; interessiert ist er lediglich an einem möglichst günstigen Preis, den der Bankier als sein Vertrauensmann für ihn erzielen soll.[1)]
Aus diesem Grund hat die Rechtssprechung keinen Zweifel darüber gelassen, daß der Bankier ungeachtet der Ausführungsform in jedem Fall als Vertrauensmann des Kunden dessen Interessen zu wahren hat.[2)]

Da der Optionshandel außerhalb des amtlichen Marktes ähnlich dem geregelten Freiverkehr[3)] abgewickelt wird, also lediglich sog. Spannungskurse[4)] festgestellt werden, ist die Kontrahierungsform der Zi. 2 SonBedK gerechtfertigt, auch wenn das dem Optionsgeschäft zugrundeliegende Wertpapier in allen Fällen zum amtlichen Handel zugelassen ist.
Zwar hat auch vor 1931 eine amtliche Notierung der Prämien nicht bestanden; auf Grund jedoch der rechtlichen Eigenart des Prämiengeschäfts war es durchaus gerechtfertigt, daß die Bank bei Prämiengeschäften

---

1) Düringer-Hachenburg-Lehmann, S. 683

2) RGZ 114, 9 (11)

3) Reimann, Sonderdruck der BZ Nr. 118 v. 26.6.1970

4) Beim Spannungskurs wird lediglich ein Brief- und ein Geldkurs festgestellt, innerhalb deren Spanne Abschlüsse vorgenommen werden können.

über amtlich notierte Werte als Kommissonär mit Selbsteintrittsrecht auftrat.[1)]

Durch die Ausführung als Eigengeschäft bedingt erfolgt die Abrechnung des mit Abschluß des Optionsgeschäfts fällig gewordenen Optionspreises, Zi. 3 SonBedK, netto, sofern nicht der Kunde ausdrücklich Brutto-Abrechnung verlangt hat. Der Optionspreis umschließt damit sowohl Bankprovisionen, die Provision der Lombardkasse sowie die Maklercourtage, so daß dem Kunden ein um diese Kosten erhöhter Optionspreis bzw. verminderter Erlös in Rechnung gestellt wird.[2)] Der Nachteil der Netto-Abrechnung liegt insbesondere darin, daß auf Grund minimaler Differenzen oftmals limitierte Aufträge nicht mehr zum Zuge kommen.[3)] Es wäre daher zu überlegen, ob nicht für den Optionshandel unter Durchbrechung des Grundsatzes der Zi. 29 (2) AGB Banken die Bruttoabrechnung eingeführt werden sollte, um dadurch, wenn auch in bescheidenem Umfang, zur Belebung des Optionshandels beizutragen. Dem Einwand vereinzelter Bankvertreter, der Kunde könnte bei Brutto-Abrechnung durch die ungünstige Relation von Optionspreis und Spesen negativ beeinflußt werden, ist entgegenzuhalten, daß in der Praxis die Spesen selten die Kosten decken, was hauptsächlich daran liegt, daß auf Grund des geringen Umfangs des Optionsgeschäfts nur wenigen Banken die Möglichkeit zu kostensparenden Rationalisierungen gegeben ist.[4)]

Gem. Zi. 4 SonBedK ist die Bank berechtigt, bei oder nach Abschluß des Optionsgeschäfts von Stillhalter Sicherheiten zu verlangen. Die Beschränkung auf den Stillhalter ergibt sich aus dem Umstand, daß, abge-

---

1) vgl. Düringer-Hachenburg-Lehmann, S. 683

2) Zur technischen Abwcilung der Optionsgeschäfte, S. 5

3) Schlicht, S. 86

4) als anschauliches Kostenbeispiel vgl. Schlicht, S. 87 ff.

sehen von dem Optionspreis, lediglich der Stillhalter in der Zukunft zu Leistungen herangezogen werden kann, die für ihn in einem ungünstigen Verhältnis zur Gegenleistung stehen.
Um ihm in diesen Fällen nicht die Möglichkeit zu geben, unter Berufung auf eine mögliche Börsentermingeschäftsunfähigkeit die Leistung zu verweigern, kann die Bank daher in Übereinstimmung mit § 54 BG vom Stillhalter Sicherheit in Geld oder Wertpapieren verlangen.[1)]
Wird eine Sicherstellung durch Verpfändung von Wertpapieren vorgenommen, so ist wegen des Bestimmtheitsgrundsatzes für die zu verpfändenden Wertpapiere ein Sonderdepot einzurichten. Da auf Grund des § 54 II BG eine Sicherheit u.a. nur bei der ausdrücklichen Erklärung wirksam bestellt ist, daß sie zur Deckung von Verlusten aus Börsentermingeschäften dienen soll, tritt das allgemeine Pfandrecht der Bank gem. Zi.19 (2) AGB Banken hier hinter zurück.

Wie der Teilnehmer am Optionshandel gem. § 14 BesBedW hat auch der Kunde gem. Zi. 5 SonBedK die Möglichkeit, Aufträge zum Abschluß von Optionsgeschäften in Hinblick auf den Basispreis und/oder den Optionspreis zu limitieren. Die 'Aufträge' stellen rechtlich die Abgabe eines begrenzten Angebotes dar, ein Anspruch auf Ausführung besteht daher nicht.[2)]
Hinsichtlich des Fortbestehens des Auftrages beim Anfall von Nebenrechten gilt das zu § 14 BesBedW Gesagte

Die Erklärung des Kunden, die Option auszuüben, muß der Bank bis zu dem bei Abschluß des Optionsgeschäfts festgelegten Zeitpunkt zugehen, Zu. 6 SonBedK.
Dieser Zeitpunkt liegt regelmäßig 1-2 Tage vor dem

---

1) Diese Sicherheitsbestellung wird von der Bank formularmäßig vorgenommen, s. Formular 5-7 in Leitfaden, Anlage V; vgl. dazu S.

2) Ziganke, S. 1292

Ende der Optionsfrist, damit die Bank Gelegenheit hat, ihre Option im Rahmen des Deckungsgeschäfts usancegemäß und rechtzeitig auszuüben.
Eine Pflicht der Bank, den Kunden auf den bevorstehenden Ablauf der Optionsfrist[1] hinzuweisen, besteht nicht, so daß der Kunde Gefahr läuft, daß seine Option auch in günstigen Fällen verfällt. Ebenfalls besteht seitens der Bank keine Überwachungspflicht des Inhalts, den Kunden auf besonders günstige Kursentwicklungen hinzuweisen. Aus diesen Gründen empfiehlt es sich für den Kunden, nach Abschluß des Optionsgeschäfts seiner Bank einen Ergänzungsauftrag zu erteilen dahingehend, in bestimmten Kurssituationen sein Optionsrecht für ihn auszuüben.[2]
Für den Fall, daß der Kunde Stillhalter ist, erteilt er der Bank unter Befreiung von den Beschränkungen des § 181 BGB unwiderrufliche Vollmacht, ihre Erklärung über die Ausübung der Option für ihn entgegenzunehmen, Zi. 6 III SonBedK.

---

1) vgl. Formular 3,4 in Leitfaden, Anl. V
2) vgl. Formular 3,4 in Leitfaden, Anl. V

III. Die Liquidationskasse AG (Kasse)

1. Allgemeine Aufgaben und Funktion der Kasse

Ihre Entstehung verdanken die Liquidationskassen den technischen Schwierigkeiten, die sich für den einzelnen Teilnehmer am BTH aus der Verpflichtung zur termingerechten Erfüllung ergaben.[1)]
Gegenüber anderen Liquidationseinrichtungen kam dabei den Liquidationskassen besonders zugute, daß auf Grund der bei BTGen regelmäßig abgeschlossenen Gegengeschäften ein Bedürfnis zur effektiven Erfüllung lediglich im Verhältnis des Käufers zum Verkäufer des ersten bzw. letzten Gliedes bestand.
Da jeder Teilnehmer am BTH bei der Kasse sein eigenes Wertpapier- als auch Geldkonto unterhalten mußte, konnten die anderen Erfüllungsvorgänge buchungsmäßig vorgenommen werden. Die kontenmäßige Abrechnung beruhte - im Gegensatz etwa zum Ticketsystem - auf dem Prinzip der doppelten Buchhaltung, wobei die Ermittlung des Lieferanten bzw. Abnehmers durch Gegenüberstellung der Liefer- und Bezugsposten im Konto erfolgte.[2)]
Auf Grund ihrer bloßen Abwicklungsfunktion handelte es sich bei den Liquidationskassen bis 1925 um reine Clearing- oder Kompensationsgesellschaften.[3)]
Als nach langer durch den 1. Weltkrieg bedingter Zwangspause der BTH 1925 wieder aufgenommen wurde, traten neben die bisherige Abwicklungsfunktion bei den Kassen die Überwachungs- und die Garantiefunktion.[4)]
Der Grund hierfür lag in dem stark zugenommenen Erfüllungsrisiko bei BTGen, dessen Ursache zunächst in der Unerfahrenheit der Teilnehmer, besonders aber in der

---

1) Obst-Hintner, S. 652
2) Ammenhäuser, S. 12; Schmidt, S. 12
3) Leitner, S. 634
4) Ammenhäuser, S. 21

damaligen labilen wirtschaftlichen Situation in Deutschland lag.

Die Absicherung gegen das Erfüllungsrisiko erfolgte zunächst entweder durch Inanspruchnahme einer Fremdversicherung oder durch eine Versicherung auf Gegenseitigkeit.
Entsprechend der Art der Versicherung unterschieden sich fortan die Liquidationseinrichtungen in sog. Liquidationsvereine und Liquidationskasse AGs.
Sollte die Gesamtheit aller Teilnehmer am BTH das Erfüllungsrisiko tragen, so empfahl sich der Zusammenschluß in Form eines Vereins, wobei festgelegt wurde, daß nur Mitglieder dieses Liquidationsvereins am BTH teilnehmen durften.[1] Andrerseits bot sich im Fall der Fremdversicherung die Gründung einer erwerbswirtschaftlich ausgerichteten Gesellschaft an, die gegen ein bestimmtes Entgelt dem einzelnen das Terminrisiko abnahm.[2]
Beide Modelle verband die damals als vorbildlich geltende Berliner Liquidationseinrichtung, die - ähnlich der noch heute in Zürich praktizierten[3] - sowohl aus einem Verein als auch aus einer Kasse AG bestand, wobei die Mitglieder des Vereins mit den Aktionären der AG weitgehend identisch waren.[4]
Der Vorteil dieser Kombination bestand darin, daß ungedeckte Verluste von nicht allzu großem Umfang durch entsprechend große Betriebsgewinne der AG auf eigene Rechnung ohne Inanspruchnahme der Mitglieder übernommen werden konnten.[5]
Bei Anwachsen des Teilnehmerkreises zeigt jedoch dieses System erhebliche Schwächen, so daß auch in Berlin

---

1) Oldemeyer, S. 160

2) Ammenhäuser, S. 53

3) vgl. dazu S. 140 ff

4) hinsichtlich der komplizierten Aufteilung von Rechten und Pflichten sowie der Teilhabe als Aktionär vgl. Ammenhäuser, S. 133 ff

5) Mühlbauer, S. 37

die Verschmelzung zu Gunsten nur noch einer Liquidationskasse AG vorgenommen wurde.

Seit Beginn der Diskussion um die Wiedereinführung des BTH in der Bundesrepublik nahm die Frage der Absicherung des Teilnehmers gegen ein zu großes Terminrisiko einen breiten Raum ein.
Der Vorschlag der Haalke-Kommission, zu diesem Zweck eine zentrale Kasse AG zu gründen, über die alle in der Bundesrepublik abgeschlossenen BTGe abgewickelt werden sollten, wurde 1966 von der Pook-Kommission durch die Ausarbeitung eines 'Regulativ der Liquidationskasse Aktiengesellschaft für den Börsenterminhandel' konkretisiert.[1)]
Sein Inhalt lehnte sich dabei in großen Zügen an den des damals in Berlin geltenden Regulativs an,[2)] insbesondere in Hinblick auf das System der Sicherheitsleistungen, die die Teilnehmer am Terminhandel an die Kasse zu leisten hatten. Neu vorgeschlagen wurde als zusätzliche Sicherheitsmaßnahme der Abschluß einer Art 'Risikoversicherung' nach Zürcher Muster, den die Kasse im Namen und zu Gunsten des jeweiligen Teilnehmers tätigen sollte.[3)]

Nachdem sich die Diskussion dem Optionsgeschäft zugewandt hatte, blieb zunächst die Forderung bestehen, auch jetzt noch die Liquidationskasse so zu organisieren, daß sie jederzeit auch die Abwcilung der alten Formen des BTGs für den Fall deren Wiedereinführung hätte durchführen können.[4)] Bald allerdings sah man ein, daß für den Optionshandel die meisten Bestimmungen des Regulativs-Pook überflüssig oder nicht zweckdienlich waren. Das galt zunächst für das komplizierte

---

1) im folgenden Regulativ-Pook, abgedruckt im Pook-Bericht, S. 26 ff

2) Pook-Bericht, S. 7

3) Pook-Bericht, S. 8

4) BZ Nr. 203 v. 23.10.1969

System der Sicherheitsleistungen,[1] insbesondere aber für den Teil, der sich mit der Abwicklung der Termingeschäfte befaßte.[2]
Die Ursache für das Letztere ist darin zu sehen, daß wegen eines fehlenden einheitlichen Erfüllungszeitpunktes, wie er bei den alten BTGen noch mit dem Ultimo bzw. Medio bestand, für eine zentrale Abwicklung der Optionsgeschäfte mangels einer Kompensationsmöglichkeit gleicher Geschäfte kein Bedürfnis mehr besteht.

Aufgabe der Kasse im Hinblick auf den Optionshandel ist daher nur noch, die in ihrem Bereich abgeschlossenen Optionsgeschäfte zu erfassen (Evidenzfunktion), sowie vor allem die ordnungsgemäße Erfüllung durch den Verkäufer nach Ausübung der Option zu gewährleisten (Garantiefunktion).[3] Im Falle der Einführung auch der alten BTGe muß daher das Regulativ um die die Abwicklung dieser Geschäfte regelnden Bestimmungen ergänzt werden.
Obwohl zunächst angeregt worden war, lediglich eine zentrale Kasse zu schaffen,[4] wurden später mehrere gegründet.
So ist heute für Optionsgeschäfte an der Hanseatischen Wertpapierbörse die 'Liquidationscasse in Hamburg AG' zuständig, für solche an der Bayrischen Börse in München die 'Liquidationskasse für Zeitgeschäfte in München AG' und letztlich die 'Lombardkasse AG' in Frankfurt für Optionsgeschäfte an den übrigen Börsen.[5]

---

1) vgl. §§ 4-8 Regulativ-Pook

2) vgl. §§ 17 ff Regulativ-Pook

3) Bley, S. 31; Leitfaden, S. 5

4) BZ Nr. 129 v. 11. Juli 1969;
auch Reimann, Sonderdruck der BZ Nr. 118 v.26.6.1970

5) Mindner, S. A 197

Letztere als die größte hat ein Grundkapital von DM 1 Mio., das seit Oktober 1971 von über 60 Kreditinstituten gehalten wird. Vor 1971 bestand der Aktionärskreis aus lediglich 14 Instituten, von denen die Deutsche Bank mit 42,5 % den größten Anteil hielt. Durch die Vergrößerung des Aktionärskreises ist nun gewährleistet, daß kein Institut allein einen maßgeblichen Einfluß auf die Kasse hat, was ihrem Charakter als 'Einrichtung für alle' nicht entsprechen würde.
Der Verwaltungssitz der Lombardkasse AG ist in Frankfurt, an den angeschlossenen Börsen ist sie durch Bevollmächtigte vertreten.[1)]

---

1) Schlicht, S. 92

2. Das Regulativ der Lombardkasse AG/Liquidationskasse AG gemäß den von den Wertpapierbörsen festgesetzten 'Besonderen Bedingungen für Optionsgeschäfte'[1)]

Das Regulativ als Grundlage für die rechtlichen Beziehungen zwischen der Kasse und dem Teilnehmer ist als zwischen beiden vereinbarte Geschäftsbedingung anzusehen.[2)]
Verstößt allerdings ein Teilnehmer gegen die im Regulativ vereinbarten Melde- und Anzeigepflichten, so hat das über das Verhältnis Kasse-Teilnehmer hinaus Auswirkungen. Auf Grund des § 2 II BesBedW gilt nämlich ein Optionsgeschäft nur dann als in Übereinstimmung mit den durch die Börsenvorstände erlassenen Geschäftsbedingungen abgeschlossen, wenn die Beteiligten 'Meldungen und Anzeigen nach den Vorschriften des Regulativs' vornehmen. Daraus folgt, daß ein Verstoß gegen obige Pflichten als Verstoß gegen die BesBedW gilt, so daß das betreffende Optionsgeschäft ein inoffizielles BTG wird.

Diese Folge erscheint gerechtfertigt, wenn man bedenkt, daß die Melde- und Anzeigepflichten dem Teilnehmer wesentlich auch im öffentlichen Interesse auferlegt sind, da nur so der Optionshandel transparent und damit durch die Börsenvorstände kontrollierbar wird.

a. Die Anerkennung als Teilnehmer am Optionshandel durch die Kasse

Wurde gem. § 2 I BesBedW die Zulassung zum Abschluß von Optionsgeschäften von der Anerkennung als Teilnehmer durch die Kasse abhängig gemacht, so nennt § 1 Regulativ die Voraussetzungen, unter denen die Anerkennung erfolgt.

---

1) im folgenden Regulativ

2) vgl. § 1 IV S. 1 Regulativ

3) vgl. z.B. §§ 11 ff BO D'dorf; §§ 15 ff BO F'furt

Danach ist grundsätzlich erforderlich, daß der Antragsteller oder sein Vertreter im Fall, daß der Antragsteller eine juristische Person ist, zur selbständigen Teilnahme am Börsenhandel zugelassen ist. Damit ist die Prüfung von Voraussetzungen, die in der Person des Antragstellers begründet sind, der Kasse entzogen; sie findet vielmehr schon vorher durch die Börsenvorstände unter Beachtung der entsprechenden Vorschriften der BOen[1] statt.

Die weiteren Erfordernisse betreffen lediglich den Inhalt des Antrags.

So muß der Antrag, der schriftlich bei der Kasse zu stellen ist, die Erklärung des Antragstellers enthalten, 'daß der Antragsteller das Regulativ in der jeweiligen Fassung im Falle der Teilnahme als für sich verbindlich ansieht; § 1 IV S. 1 Regulativ. Weiterhin muß dem Antrag eine gesonderte Erklärung beigefügt sein, wonach für 'Streitigkeiten zwischen dem Teilnehmer und der Kasse wegen aller Rechtsbeziehungen' die Zuständigkeit des Schiedsgerichts und die Schiedgerichtsordnung derjenigen Wertpapierbörse vereinbart wird, an der das Geschäft abgeschlossen ist, § 1 IV S. 2 Regulativ.

Das Entscheidungsrecht über den Antrag liegt beim Vorstand der Kasse. Für den Fall der Ablehnung ist ein weiteres Verfahren nicht vorgesehen.

Das Regulativ-Pook hatte demgegenüber in diesen Fällen die Anrufung eines Beirates ermöglicht, der seinerseits nach Prüfung des Sachverhaltes dem Vorstand gegenüber Stellung zu nehmen hatte. Blieb der Vorstand dennoch bei seiner ablehnenden Haltung, hatte er die Gründe, die ihn zur Ablehnung bewogen hatten, dem Antragsteller gegenüber zu begründen.[2]

---

1) vgl. z.B. §§ 11 ff BO D'dorf; §§ 15 ff BO F'furt

2) § 2 Regulativ-Pook

Beendet wird die Teilnehmerschaft entweder freiwillig durch eine entsprechende Austrittserklärung des Teilnehmers oder durch Ausschluß durch die Kasse bei Vorliegen eines wichtigen Grundes, § 15 Regulativ.
Als wichtiger Grund gilt insbesondere, wenn der Teilnehmer seiner Pflicht durch Sicherheitsleistung oder aber Verpflichtungen anderen Teilnehmern gegenüber nicht nachkommt.

Insgesamt erscheint die Regelung der Anerkennung durch die Kasse als im Ansatz verunglückt. Bedenklich ist vor allem, daß die Anerkennung als Teilnehmer und damit die Entscheidung über die Zulassung zum Optionshandel dem Vorstand der Kasse überlassen wird.
Selbst wenn man berücksichtigt, daß der Vorstand nur formelle Voraussetzungen zu überprüfen und somit nur 'Scheinkompetenzen' hat, wäre es im Sinne einer klaren Kompetenzabgrenzung richtiger gewesen, bereits in den BesBedW die Zulassung zur Teilnahme insgesamt zu regeln und mit der Verpflichtung zu koppeln, die Optionsgeschäfte nach Maßgabe des Regulativs über die Kasse durchzuführen.
Der Unbilligkeit gegenüber der Kasse, der dadurch ein Teilnehmerkreis hätte aufgedrängt werden können, wäre damit abgeholfen, daß man der Kasse das Recht zugebilligt hätte, über den Börsenvorstand in den Fällen den Ausschluß des Teilnehmers vom Börsenterminhandel zu bewirken, der seine Pflichten gegenüber der Kasse auf das schwerste verletzt hätte.
Zudem müßte, ähnlich den Maßnahmen, die gem. § 9 des 'Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes'[1] durch den neuzubildenden Ehrenausschuß gegen Börsenbesucher verhängt werden können, gegen den vom Börsenvorstand ausgesprochenen Ausschluß der Rechtsweg eröffnet sein.

---

1) BR-Durcksache 522/70

Damit wäre zugleich das Bedenken behoben, das sich daraus ergibt, daß nach dem Regulativ gegen die Ablehnung des Antrages durch den Vorstand der Kasse kein Rechtsmittel bzw. kein Recht auf erneute Überprüfung durch ein unabhängiges Gremium möglich ist.

Im folgenden soll der eigentliche Kern des Regulativs, nämlich die Verteilung der Rechte und Pflichten für den Teilnehmer und für die Kasse dargestellt und erläutert werden.

b. Pflichten des Teilnehmers

Bereits vor seiner Anerkennung als Teilnehmer hat der Antragsteller bei der Kasse ein Barguthaben in Höhe von DM 10.000,-- zu unterhalten.
Dieses Guthaben gilt mit dem Zeitpunkt der Anerkennung als generelle Sicherheit für die Erfüllung aller Verpflichtungen und Ansprüche, die seitens der Kasse gegen den Teilnehmer gerichtet sind. Diese generelle Sicherheit wird auf die weiterhin zu bestellenden Sicherheiten gem. § 4 Regulativ nicht angerechnet; sie wird nicht verzinst. Bei Beendigung der Teilnehmerschaft wird die generelle Sicherheit zurückerstattet, wenn alle Verpflichtungen des Teilnehmers gegenüber der Kasse erfüllt sind.
Während diese Verpflichtung jeden Teilnehmer gleichermaßen trifft, wird für die weiteren Pflichten unterschieden zwischen dem Käufer und dem Verkäufer einer Option.
Da der Käufer sein Recht nur im Fall einer für ihn günstigen Kurssituation ausüben wird, somit sich aus seiner Verpflichtung zur Zahlung des Kaufpreises kein Erfüllungsrisiko ergibt, betrifft die Gewährleistungspflicht der Kasse auch nur die Erfüllung durch den Verkäufer. Aus diesem Grund ist gem. §§ 3, 4 Regulativ nur der Verkäufer gehalten, Sicherheiten an die Kasse zu leisten.

Entsprechend dem Charakter der Option als Kauf- oder Verkaufsoption unterscheiden sich die an den Verkäufer gestellten Anforderungen.
Ist der Teilnehmer Verkäufer einer Kaufoption, ist er also im Ausübungsfall zur Lieferung der Optionspapiere verpflichtet, so müssen gem. § 3 Regulativ diese Papiere bei ihm zur Erfüllung seiner Verpflichtung bereitstehen. Dies hat er der Kasse unverzüglich zu bestätigen. Ist der Verkäufer Makler, so trifft die Bestätigungspflicht seine Depotbank, die aus diesem Grund ebenfalls als Teilnehmer am Optionshandel anerkannt sein muß.
Darüberhinaus ist die Kasse berechtigt, die Optionspapiere vom Verkäufer zur Verwahrung herauszuverlangen. An den so anvertrauten Optionspapieren erlangt die Kasse ein Pfandrecht wegen etwaiger Ansprüche gegen den Teilnehmer aus dem betreffenden Optionsgeschäft, § 6 III Regulativ. Die Kasse wird daher immer dann von diesem Recht Gebrauch machen, wenn auf Grund der wirtschaftlichen Lage des Verkäufers Schwierigkeiten in Hinblick auf die Erfüllung und damit der Eintritt der Gewährleistungspflicht der Kasse zu erwarten ist.

Entgen der zwingenden Verpflichtung des Verkäufers einer Kaufoption zur Sperre der Optionspapiere trifft den Verkäufer einer Verkaufsoption lediglich auf Verlangen der Kasse die Pflicht gem. § 4 Regulativ, bis zu 30 % der Höhe des Engagements an sie Sicherheiten zu leisten.
Die Sicherheiten können in Bargeld oder anderen leicht zu realisierenden und der Kasse genehmen Vermögenswerten geleistet werden. Da letztere praktisch ausschließlich einem Kurswert unterliegende Wertpapiere sein werden, ist für den Fall, daß sich der Wert der Sicherheit vermindert, eine Nachschußpflicht auf Verlangen der Kasse vereinbart. Unaufgefordert hat der betreffende Teilnehmer nachzuschießen, wenn der Sicher-

heitswert um 1/10 gefallen ist.

Sinn der §§ 3,4 Regulativ ist, die Kasse für den Fall einer Inanspruchnahme aus ihrer Gewährleistungspflicht gegenüber dem Verkäufer abzusichern.
Daneben wird durch die unbedingte Sperre der Optionspapiere beim Verkäufer der Abschluß von unerwünschten Leergeschäften ausgeschlossen.[1)]
Wenn man bedenkt, daß in der Praxis der Teilnehmerkreis fast ausschließlich aus Banken oder kapitalstarken Personen besteht, wird die Strenge dieser Sicherheitsbestimmungen deutlich. Bedenklich allerdings kann diese Strenge werden, wenn sie sich als Hindernis für die Ausdehnung des Optionshandels herausstellen sollte.[2)]
An den gem. §§ 2,4 Regulativ der Kasse gestellten Sicherheiten erwirbt die Kasse für alle bestehenden und künftigen - auch bedingten oder befristeten - Ansprüche gegen den Teilnehmer ein Pfandrecht, gleichviel, aus welchem Grund die Ansprüche entstanden oder auf die Kasse übergegangen sind, § 6 Regulativ. Diese der Zi. 19 (2) AGB Banken nachempfundene Bestimmung stellt das Pfandrecht als vertragliches dar, so daß sie zugleich die neben der Übergabe für die wirksame Bestellung eines vertraglichen Pfandrechts erforderliche Einigung der Parteien enthält.[3)]
Entgegen dem weiten Wortlaut, wonach praktisch alle Forderungen der Kasse gegenüber dem Teilnehmer durch dieses Pfandrecht gesichert sein sollen, versteht sich, daß hierunter nur solche Ansprüche fallen können, die im Zusammenhang mit der Geschäftsverbindung entstanden sind.[4)] In diesem Rahmen haften alle Sicherheiten für sämtliche Forderungen, selbst dann, wenn die betreffende Sicherheit nur für eine besondere Forderung

---

1) Müller, Der Mini-Optionshandel in BZ Nr. 203 v. 29.10.1969

2) Auf diese Frage wird im Zusammenhang mit Vorschlägen zur Verbesserung des Optionshandels einzugehen sind.

3) Stauder/Comes, S. 612

4) Liesecke, S. 549

gegeben worden ist, es sei denn, der Teilnehmer hat die Haftung auch für andere Forderungen ausdrücklich ausgeschlossen.

Noch eingehender als die Begründung des Pfandrechts wird im § 7 Regulativ die Verwertung der Sicherheiten geregelt. Zunächst werden die Vorschriften des BGB, soweit sie disponibel sind, abbedungen.
So bedarf es weder einer Androhung der Verwertung, der Innehaltung einer Frist noch der Ausbedingung sofortiger Barzahlung. Allerdings bleibt es stets Pflicht der Kasse, die Interessen des Teilnehmers tunlichst zu wahren. Geblieben sind lediglich die zwingenden pfandrechtlichen Bestimmungen.
Danach dürfen Pfänder, die einen Markt- oder Börsenwert haben, nur börsen- oder marktmäßig, andere Pfänder nur durch öffentliche Versteigerung verwertet werden, § 7 III Regulativ. Zins- und Gewinnanteilscheine von gepfändeten Wertpapieren darf die Kasse schon vor Eintritt der Fälligkeit ihrer Forderung verwerten und den Erlös als Sicherheit betrachten.

Neben der Verpflichtung zur Sperre von Optionspapieren bzw. der Leistung von Sicherheiten treffen den Teilnehmer zusätzlich Melde- und Anzeigepflichten, §§ 8, 9,11 Regulativ.
Zur Meldung verpflichtet ist lediglich der Verkäufer einer Option bzw. der Makler im Fall, daß das Geschäft durch Vermittlung zustande gekommen ist. Gemeldet wird jedes abgeschlossene Optionsgeschäft mittels Ausstellung einer 4-fach ausgefertigten Schlußnote,[1] deren Ausfertigungen verschiedenen Empfängern zugehen.
Ohne näher auf die Einzelheiten des Meldeverfahrens eingehen zu wollen, verbleiben die 4 Ausfertigungen

---

1) Diese Meldeformulare sind von der Sachverständigenkommission einheitlich ausgearbeitet.
Vgl. Formular 9-9 c in Leitfaden, Anhang V

wie folgt. Die 1. und 4. Ausfertigung gehen dem Käufer bzw. dem Verkäufer der Option zu. Sie dienen als Bestätigung des Optionsgeschäfts. Ein weiteres Exemplar bekommt die Kasse, wobei sich im Falle einer Verkaufsoption hierauf die Bestätigung des Verkäufers über die Bereithaltung der Optionspapiere befindet. Das letzte Exemplar schließlich landet ebenfalls beim Käufer, es enthält einen Gewährleistungsvermerk der Kasse.

Etwas anders stellt sich das Meldeverfahren in den Fällen dar, wenn, was ebenfalls zu melden ist, § 9 Regulativ, ein Optionsgeschäft mit einem Nichtteilnehmer abgeschlossen und ein Deckungsgeschäft nicht vorgenommen worden ist. In diesem Fall wird die Meldung unter Benutzung derselben Vordrucke abgegeben, wobei letztlich der 1. und 4. dem Teilnehmer verbleiben, der 2. unverzüglich als Meldung und der 3. schließlich nach dem Bestätigungsvermerk gem. § 3 I Regulativ bei der Kasse landen.

Für verspätete bzw. unrichtige Meldungen oder Bestätigungen haftet der Teilnehmer gegenüber der Kasse wie auch dem anderen Vertragspartner für alle daraus entstehenden Schäden, die Depotbank haftet bei unrichtigen Bestätigungen neben dem Teilnehmer als Gesamtschuldner, § 10 Regulativ. Da die Depotbank ebenfalls als Teilnehmer von der Kasse anerkannt sein muß, gilt auch für sie diese Haftung, obschon sie nicht direkt Partei des Optionsgeschäfts ist.

Die Schadensersatzpflicht zu Gunsten der Kasse bzw. des anderen Vertragsteils zeigt, daß die Meldepflicht nicht lediglich im öffentlichen Interesse als Ausfluß der Evidenzfunktion der Kasse zu verstehen ist, in diesem Fall gäbe die Haftung zu Gunsten der oben genannten keinen Sinn, sondern daß ihr auch in Hinblick auf die Gewährleistung Bedeutung zukommt. Letzteres ergibt sich aus dem Gewährleistungs- bzw.

Bestätigungsvermerk, der sich in seinem Umfang auf das gemeldete Optionsgeschäft bezieht.

Wie den Verkäufer die Pflicht zur Meldung des abgeschlossenen Optionsgeschäfts, so trifft den Käufer die Pflicht, nach Ausübung der Option die vollständige Abwicklung des Geschäfts anzuzeigen.
Die Anzeige erfolgt durch Rücksendung der mit dem Gewährleistungsvermerk versehenen Ausfertigung, bzw. wenn das Geschäft mit einem Nicht-Teilnehmer gem. § 9 Regulativ abgeschlossen war durch Überdendung der 4. Ausfertigung, die zu diesem Zweck vom Teilnehmer mit einem Erledigungsvermerk versehen ist.
Eine weitere Anzeigepflicht sowohl an die Kasse wie auch an den Stillhalter ergibt sich bei Abtretung der Option. Insbesondere hat der Käufer aber der Kasse anzuzeigen, wenn nach Ausübung der Option der andere Vertragspartner seine Verpflichtung aus dem Optionsgeschäft nicht erfüllt. Diese Anzeige hat bis zum 2. Börsentag nach dem spätesten Erfüllungstag zu erfolgen. Erfolgt die Meldung nicht rechtzeitig, so hat das Auswirkungen auf die Gewährleistung durch die Kasse.
Eine Haftung wie in § 10 Regulativ ist überflüssig, da der Geschädigte immer der Anzeigenverpflichtete selbst sein wird.

c. Die Pflichten der Kasse, insbesondere die Gewährleistungspflicht

Mit Aufnahme des Optionshandels ergeben sich umgekehrt auch Pflichten der Kasse gegenüber dem anerkannten Teilnehmer.
In Anbetracht ihrer Garantiefunktion ist gem. § 12 Regulativ wesentliche Pflicht der Kasse, 'nach Eingang der Meldung nach § 8 III an den Teilnehmer die Erfüllung des Optionsgeschäfts durch den Verkäufer gemäß den Inhalt der Schlußnote nach Maßgabe der Abs. II-IV zu gewährleisten.

Die Gewährleistungspflicht erfährt damit zwei Einschränkungen hinsichtlich des daraus berechtigten Personenkreises: zunächst gilt sie nur im Börseninnengeschäft, somit nur innerhalb des zum Börsenbesuch zugelassenen Teilnehmerkreises,[1] und auch dort nur zu Gunsten des Käufers einer Option nach Maßgabe bestimmter Voraussetzungen.
Ergibt sich die erste Einschränkung aus dem Fehlen einer Rechtsbeziehung zwischen der Kasse und dem Kunden als einer Partei im Börsenaußengeschäft, so liegt der Grund der zweiten Einschränkung in der Natur des Optionsgeschäfts, bei dem lediglich der Käufer der Option einem Risiko der Nichterfüllung ausgesetzt ist, da er nur in einer ihn begünstigenden Kurssituation die Option ausüben wird.
Eine entsprechende Einschränkung auch bei Prämiengeschäften wäre dagegen nicht gerechtfertigt, da dort im Fall des Abondonnierens den Prämienkäufer immer noch die Prämienzahlungsverpflichtung träfe. Aus dem Grund war gem. § 24 Regulativ-Pook eine Gewähleistungspflicht der Kasse gegenüber jedem Teilnehmer am Börseninnengeschäft vorgesehen.
Die Gewährleistungspflicht der Kasse entsteht immer erst dann, wenn die Meldung gem. § 8 III Regulativ durch den betreffenden Teilnehmer bei der Kasse eingegangen ist.
Hierin liegt eine Schwäche der Gewährleistungspflicht zu Ungunsten des daraus berechtigten Käufers, da auf Grund der Verpflichtung nur des Verkäufers zur Abgabe dieser Meldung es somit ganz in dessen Ermessen liegt, die Gewährleistung in Kraft zu setzen. Das aber ist unbillig, weil es sich gerade um die Gewährleistung seiner Leistungsverpflichtung handelt.
Der Schadensersatzanspruch gem. § 10 Regulativ hilft

---

1) Reimann, Sonderdruck der BZ Nr. 118 v. 26.6.1970

in diesen Fällen auch nicht weiter, wenn der Verkäufer mangels Zahlungsfähigkeit seinen Erfüllungsverpflichtungen nicht nachkommt.
Es erscheint daher notwendig, entweder unbeachtlich des Meldungseingangs eine Gewährleistungspflicht der Kasse mit Abschluß des Optionsgeschäfts einsetzen zu lassen oder aber unter Abänderung des § 8 Regulativ die Meldepflicht dem Käufer aufzuerlegen, in dessen Interesse die Garantiepflicht der Kasse letztlich geschaffen wurde.

Der Umfang der Gewährleistung richtet sich nach dem Inhalt der Schlußnote, auf die sich der Gewährleistungsvermerk der Kasse bezieht.
Auch hier ergeben sich die oben angeführten Bedenken, wiewohl hier der Käufer auf Grund der ihm ebenfalls zugehenden Meldung die Möglichkeit hat, die Richtigkeit der Schlußnote zu kontrollieren.

Voraussetzung für die Geltendmachung eines Anspruchs gegen die Kasse durch den Berechtigten ist die nicht usancegemäße Erfüllung durch den Verkäufer sowie die rechtzeitige Anzeige durch den Käufer an die Kasse.
Die Rechtzeitigkeit ist bis zum 2. Börsentag gegeben, der auf den Tag folgt, an dem das Optionsgeschäft spätestens hätte erfüllt werden müssen.
Da nach der Ausübung die Erfüllung nach den für Kassa-Geschäfte geltenden Bedingungen zu erfolgen hat, dort aber eine 2-Tage-Frist für die Erfüllung bestimmt ist, muß die Anzeige der Nichterfüllung spätestens bis zum 4. Börsentag nach der Ausübungserklärung erfolgen.
Wird diese Frist versäumt, kann sich ein Anspruch des Berechtigten nicht mehr gegen die Kasse richten.

Im Falle der Rechtzeitigkeit der Nichterfüllungsanzeige tritt die Kasse an Stelle des Verkäufers in den Vertrag ein. Der Eintritt erfolgt mit schriftlicher Erklärung gegenüber den Vertragsteilen.

Während die Kasse bei Nichterfüllung seitens des Verkäufers unter Beachtung der anderen Voraussetzungen eine Eintrittspflicht trifft, ist sie gem. § 12 III Regulativ nach freiem Ermessen zum Eintritt in das betreffende Optionsgeschäft berechtigt, wenn der Verkäufer vor Ausübung der Option durch den Käufer seinen Verpflichtungen zur Sperre der Optionspapiere bzw. zur Leistung von Sicherheiten gem. §§ 3 oder 4 I Regulativ nicht nachkommt.
Dasselbe Recht steht der Kasse hinsichtlich aller laufenden Optionsgeschäfte gegenüber dem Verkäufer zu, wenn dieser seine Zahlungen einstellen sollte.
Dieser Eintritt betrifft somit auch die Optionsgeschäfte, in denen der betreffende Teilnehmer Käufer ist. Dadurch wird der Kasse das Recht gegeben, durch gewinnbringende Ausübung ihre Sicherheiten zu Gunsten der anderen Optionen zu verstärken, in denen der Teilnehmer Verkäufer ist.
Da mit dem Eintritt der Kasse alle Rechte und Pflichten des Verkäufers aus dem Optionsgeschäft auf sie übergeht, ist sie ebenfalls berechtigt, bei Eintritt in eine Kaufoption sich zu einem ihr geeignet erscheinenden Zeitpunkt mit den Optionspapieren einzudecken.

Für die Gewährleistung und deren Abwicklung gelten im Verhältnis Kasse-Verkäufer die Vorschriften über die entgeltliche Geschäftsbesorgung entsprechend.
Die hieraus der Kasse gegenüber dem Verkäufer zustehenden Ansprüche kann sie durch Verwertung der Sicherheiten befriedigen.
Nicht als Entgelt für die Gewährübernahme, sondern als Provision zur Deckung ihrer sonstigen Ausgaben ist die Kasse überdies berechtigt, von jedem Vertragsteil einen Betrag in Höhe von 1/4 ‰, mindestens aber DM 2,50 zu berechnen. Diese Provision ist ohne Rücksicht auf eine spätere Ausübung mit Meldung des Optionsgeschäfts fällig. Daneben steht der Kasse im

Falle des Eintritts gegen den Verkäufer eine Bearbeitungsgebühr zu.

Die umfangreichen Melde- und Anzeigepflichten machen zudem eine Pflicht der Kasse zur Verschwiegenheit über die ihr gemeldeten Optionsgeschäfte notwendig. Ausnahmen hiervon sind nur gegenüber solchen Institutionen zulässig, die an anderen deutschen Börsen auf der Grundlage einer dem Regulativ entsprechenden Regelung mit den gleichen Aufgaben betraut sind. Diese Ausnahme ist insofern erforderlich, als die Kasse auch gegenüber Teilnehmern fremder Kassen die Erfüllung durch den ihrer Kasse angehörenden Verkäufer übernimmt. Diese Gewährleistung über den eigenen Bereich hinaus wurde notwendig, als nicht, wie zunächst vorgeschlagen, eine zentrale Liquidationskasse, sondern mehrere gegründet wurden, die diese Aufgabe für einzelne Börsenplätze wahrnahm.[1)]

Eine besondere Überwachungspflicht ist mit Wegfall der Abwicklungsfunktion ebenfalls entfallen.

---

1) vgl. S. 94

IV. Die rechtliche Einordnung des börsenmäßigen Optionsgeschäfts

In nahezu allen Rechtsbereichen ist der Begriff 'Option' anzutreffen.
Liegt sein Ursprung im Staats- und Völkerrecht, so hat er sich heute, wenngleich im BGB weder genannt noch geregelt, auf Grund des wirtschaftlichen Bedürfnisses der Praxis im wesentlichen im Zivilrecht angesiedelt.[1)]

Allgemein versteht man im Zivilrecht unter einer Option das Recht, durch eine einseitige Erklärung einen Vertrag zustande kommen zu lassen,[2)] wobei die Erklärung zu einem unbestimmten Zeitpunkt in der Zukunft vorgenommen werden kann.
Ein Bedürfnis nach Einräumung einer Option entsteht daher immer dann, wenn sich die eine Partei noch nicht in der starren Form des schuldrechtlichen Vertrages binden will, andererseits aber die Möglichkeit erhalten will, die Entscheidung für die endgültige Vertragsbegründung von ihrer eigenen späteren Willensentscheidung abhängig zu machen.[3)] Daß ein solches Bedürfnis in den unterschiedlichsten Sachverhalten anzutreffen ist, verwundert nicht.
Allerdings hat die Verwendung des Begriffs im Rahmen der verschiedensten Vorgänge zur Folge gehabt, daß die Frage nach der Rechtsnatur der 'Option' sehr umstritten ist.
Streitig ist bereits die Frage, ob hinter allen in der Praxis auftretenden Begriffen 'Option' eine feststehende rechtliche Größe steht,[4)] so hauptsächlich vertreten in der Literatur, wenn auch mit den unter-

---

1) Cartellieri, in BB 1948, 162

2) Henrich, S. 229; Soergel-Lange vor § 145 Anm. 49

3) Schumann, S. 1

4) Tiktin, S. 3; Kubierschky, S. 22; vgl. zudem die Vertreter der nachfolgend untersuchten Einzelmeinungen.

schiedlichsten Ergebnissen.
Die Rechtsprechung[1] dagegen lehnt eine Festlegung mit dem Anspruch auf Allgemeingültigkeit strikt ab, so zuletzt der BGH in seiner grundsätzlichen Entscheidung vom 28.9.1962,[2] wo er nochmals feststellt, daß es sich nicht um einen feststehenden Rechtsbegriff handele, sondern jeweils erst die Umstände des Einzelfalls ergäben, welche Rechtsfigur gemeint sei.

Es kann nicht Aufgabe dieser Untersuchung sein, diese grundsätzliche Frage näher zu erörtern bzw. dazu Stellung zu beziehen. Vielmehr reicht es zur Lösung der Aufgabe, den Rechtscharakter des börsenmäßigen Optionsgeschäfts festzustellen, aus, einige der für die Option generell genannten Rechtsformen, deren sich natürlich auch die Rechtsprechung im Einzelfall bedient, auf ihre Richtigkeit im Hinblick gerade auf die börsenmäßige Option hin zu untersuchen.

Hierfür bieten sich besonders nachfolgende Möglichkeiten an:

1. Die Option in Form der bedingten Berechtigung
2. Die Option als unwiderrufliches oder befristetes Angebot
3. Die Option als vertraglich eingeräumtes Gestaltungsrecht.

Die vereinzelt anzutreffende Gleichsetzung Optionsvertrag - Vorvertrag ist von vornherein abzulehnen. Rein begrifflich unterscheiden sich beide schon dadurch, daß im Fall des Vorvertrages sich die Parteien nur zum Abschluß des Hauptvertrages verpflichten, wohingegen der 'Hauptvertrag' schon mit Ausübung der Option zustande kommt.
Zuzugeben ist allerdings, daß die Unterscheidung in der Praxis oft Schwierigkeiten macht.

---

1) RGZ 136, 132 (134)
2) BGH BB 1962, 1303

1. Die börsenmäßige Option als bedingte Berechtigung (Bedingungstheorie)

Einer weitverbreiteten Meinung zu Folge ist die Option generell eine bedingte Berechtigung bzw. ist das Optionsgeschäft ein bedingtes Rechtsgeschäft, das unter der aufschiebenden Bedingung abgeschlossen ist, daß das Optionsrecht ausgeübt werde.[1)]
Nach dieser Meinung wird schon in einem mit der Optionseinräumung zusammenfallenden Vorgang zwischen den Parteien ein Vertrag abgeschlossen, der dann erst mit Ausübung des Optionsrechts Wirksamkeit erlangt.

Generell hat diese Ansicht den Vorteil, daß sie viele Rechtsfolgen der Option im Einzelfall leicht zu erklären vermag, wie z.B. die Formbedürftigkeit der Optionseinräumung bei Grundstücksverträgen gem. § 313 BGB oder bei der Übertragung von Geschäftsanteilen gem. § 15 GmbHG. Neben grundsätzlichen Bedenken gegen die Allgemeingültigkeit dieser Konstruktion muß sie im Hinblick auf das börsenmäßige Optionsgeschäft als nicht zutreffend abgelehnt werden.

a. Grundsätzliche Bedenken

Die grundsätzlichen Bedenken ergeben sich auf Grund der Tatsache, daß der Eintritt der Bedingung durch Ausübung der Option ganz im Belieben des Berechtigten liegt, es sich somit um eine sog. Wollensbedingung handelt.
Ob aber eine solche Wollensbedingung eine 'echte' Bedingung i.S. des § 158 BGB ist, ist fraglich.
Die Antwort hängt davon ab, ob der Tatbestand des bedingten Rechtsgeschäfts auch den Fall einbezieht, daß die Bindung, die sich beim bedingten Rechtsgeschäft

---

1) Flume, S. 686;
auch BGH BB 1962, 1303, allerdings nur als eine der Konstruktionsmöglichkeiten.

schon allein aus dessen Abschluß ergibt, lediglich daraus resultiert, daß eine Partei später eine Willenserklärung abgeben will oder nicht oder anders, ob sich wollensbedingte Freiheit und rechtsgeschäftliche Bindung gegenseitig ausschließen oder nicht.[1)]

Die traditionelle Diskussion kommt hier zum Ergebnis, daß zwar zwischen beidem kein Konflikt bestehe, wohl aber zwischen bedinger Bindung und willkürlicher Beherrschung des Bedingungseintritts.[2)]
Beweis dafür, daß auch wollensbedingte Geschäfte rechtliche Wirkung erzeugen, sei gerade die Option.[3)]
Die Parteien nämlich, die mit der Option ein wollensbedingtes Geschäft abschließen, regeln damit gegenwärtige Rechtsfolgen; so vereinbaren sie, daß ein Partner gegenwärtig gebunden wird und auf der anderen Seite der berechtigte Partner das Recht erhält - in Abweichung vom Vertragsprinzip - durch einseitige Willenserklärung weitere Rechtswirkungen zu begründen.[4)]
Allerdings hat derjenige, der den Eintritt einer Bedingung nach seinem Belieben steuern kann, gegenwärtig noch keine Erklärung über die vom Bedingungseintritt abhängigen Rechtsfolgen abgegeben und folglich auch kein Geschäft unter einer aufschiebenden Bedingung geschlossen. Vielmehr hat er sich die Möglichkeit zum Abschluß eines Hauptvertrages dadurch lediglich eröffnet.[5)]
Demgegenüber ist in neuerer Zeit verschiedentlich der Versuch unternommen worden, das wollensbedingte Geschäft, also das Optionsgeschäft, als bedingtes

---

1) Flume, S. 686
2) Raape, S. 17
3) Flume, S. 686
4) Kubierschky, S. 34
5) Henrich, S. 237

Rechtsgeschäft i.S. der herkömmlichen Vorstellung zu deuten.[1)]

Insbesondere Larenz weist dabei auf den Kauf auf Probe hin als Beispiel eines aufschiebend bedingten Rechtsgeschäfts, bei dem sich beide Parteien schon über den Inhalt des Geschäfts geeinigt haben, dieser Einigung jedoch auf Seiten des Käufers das Moment des Endgültigen, die Geltungserklärung, fehlt.[2)]

b. Spezielle Bedenken

Über diese grundsätzlichen Bedenken hinaus ergeben sich Gründe, die es verbieten, speziell das börsenmäßige Optionsgeschäft als bedingtes Rechtsgeschäft aufzufassen.

Einer der Gründe zeigt sich beim Vergleich der Struktur beider Rechtsgeschäfte.

Während sich das bedingte Rechtsgeschäft als ein eingliedriges Geschäft darstellt, dessen Besonderheit freilich darin liegt, daß der Zeitpunkt des Vertragsschlusses nicht identisch ist mit dem des Wirksamwerdens des Vertrages, besteht demgegenüber das börsenmäßige Optionsgeschäft aus zwei Abschnitten,[3)] dem Kauf der Option und dem Effektengeschäft, das sich im Ausübungsfall daran anschließt.

Beide Abschnitte sind voneinander unabhängig und begründen eigene Rechte und Pflichten. Merkmals der Unabhängigkeit der Option vom späteren Effektengeschäft ist insbesondere die Regelung seiner Abtretbarkeit, § 6 BesBedW.

Die Eigenständigkeit des Optionskaufs gegenüber dem Effektenkauf im Ausübungsfall beweist zudem die gesonderte Preisfeststellung.

---

1) vgl. Enneccerus-Nipperdey, § 194 Anm. 25

2) Larenz, Schuldrecht, § 44 I

3) Leitfaden ..., S. 3; Bley, S. 11; Schlicht, S. 57

Der im Zuge des Optionskaufs zu zahlende Optionspreis, der sofort fällig wird, ist auch nicht etwa anrechenbarer Bestandteil des für das Effektengeschäft vereinbarten Kaufpreises bzw. eine Art im voraus bezahltes Reugeld für den Fall der Nichtausübung, sondern lediglich die Gegenleistung für die Einräumung der Option. Er wird von den Parteien am Markt ausgehandelt und richtet sich letztlich nach Angebot und Nachfrage.[1)] Die Eigenständigkeit von Einräumungs- und Ausübungsgeschäft entspricht zudem am meisten dem Willen der Parteien.
Unbestritten gilt das für den Berechtigten, der in der Optionsvereinbarung außer der Optionspreiszahlung keinerleit weiterreichende Verpflichtung oder Bindung eingeht. Der Verpflichtete, der Stillhalter, geht zwar, ähnlich dem aus dem bedingten Rechtsgeschäft verpflichteten, eine Bindung ein, jedoch ist diese Bindung nicht Teil der gesamten Verpflichtung wie beim bedingten Rechtsgeschäft, sondern Leistung im Rechtsverhältnis 'Optionskauf' und wird somit nur gegen Entgelt erbracht.

Neben den grundsätzlichen Bedenken ergibt sich daher für das börsenmäßige Optionsgeschäft, daß es auf Grund seiner Zweigliedrigkeit nicht als ein unter der Bedingung der Optionsausübung abgeschlossenes Effektengeschäft verstanden werden kann.

---

1) Bley, S. 13

2. Die börsenmäßige Option als ein länger als üblich befristetes oder unwiderrufliches Angebot (Angebotstheorie)

Da bei Ausübung des Optionsrechts ein Vertragsverhältnis entsteht, liegt der Gedanke nahe, in der Option eine besondere Modifizierung derjenigen Vorgänge zu sehen, die zum Abschluß eines Vertrages notwendig sind.[1)]
Die wohl h.M. hat daher auf Grund der Tatsache, daß durch Ausübung des Optionsrechts, nämlich durch einseitige Willenserklärung des Berechtigten gegenüber dem Verpflichteten, ein Vertrag zustande kommt, die Option als 'ein Angebot mit längerer als üblich befristeter Bindung'[2)] bzw. als innerhalb dieser Zeit 'unwiderrufliches Angebot'[3)] angesehen.
Abgesehen von der Möglichkeit der einseitigen Fristbestimmung gem. § 148 BGB[4)] wird diese verlängerte Bindewirkung nur durch einen diesen Umstand beinhaltenden Vertrag hergestellt, so daß die damit bewirkte längere Bindung den eigentlichen Inhalt des 'Optionseinräumungsvertrages' bildet.[5)]

Grundsätzlich ist zunächst dieser Theorie entgegenzuhalten, daß eine Gleichsetzung von Option und bindendem Angebot ungenau ist. Bestenfalls kann ein bindendes Angebot eine Option des Adressaten begründen; bei Gleichsetzung jedoch verwendet man denselben Begriff für die Ursache, das bindende Angebot, und deren Wirkung, das Optionsrecht.[6)]

---

1) Kubierschky, S. 26

2) Staudinger-Coing Vorbem. 21 b vor § 145; Enneccerus-Nipperdey § 161 II

3) Erman-Hefermehl VI 5 vor § 145; Tiktin, S. 109

4) Diese Möglichkeit wird zumeist als 'Festofferte' vom Optionsvertrag unterschieden, s. Henrich, S. 231

5) Kubierschky, S. 27

6) Henrich, S. 231; Schumann, S. 17

Daher ist die h.M. so zu verstehen, daß zwischen der gewöhnlichen Annahmebefugnis auf ein Angebot hin und dem Optionsrecht kein Unterschied bestehen soll.[1)]

Da das Optionsrecht wohl unbestritten ein Gestaltungsrecht beinhaltet, ist ein solche Gleichsetzung von Annahmebefugnis und Optionsrecht in dem Umstand begründet, daß die h.M. die Rechtsstellung des Empfängers eines Angebots als Gestaltungsrecht bewertet.[2)] Sie stützt sich insoweit auf die übliche Definition, wonach ein Gestaltungsrecht ein Recht ist, durch eine einseitige Willenserklärung auf eine bestehende Rechtslage einzuwirken.

a) Grundsätzliche Bedenken

Die grundsätzliche Kritik an obiger Gleichsetzung ergibt sich aus der Bewertung der Rechtsstellung des Angebotsempfängers als Inhaber eines Gestaltungsrechts.

Danach wird die Gleichsetzung abgelehnt als Vermengung von Vollendung eines rechtsgeschäftlichen Gesamttatbestandes durch eine noch ausstehende Willenserklärung und der einseitigen Begründung eines Rechtsgeschäfts durch Ausübung eines Gestaltungsrechts.[3)]
Weiterhin schließt man daraus, daß, wenn die Annahmebefugnis ein Gestaltungsrecht sei, der Vertrag als Produkt zweier nebeneinanderstehender einseitiger Rechtsgeschäfte erklärt werden muß, was aber schlechterdings nicht der Fall ist.[4)]
Zudem müsse derjenige, der auf Grund des § 145 BGB auf die Zuteilung eines subjektiven Rechts schließt, sich den Vorwurf gefallen lassen, die Begünstigung auf Grund einer einzelnen Norm der Einräumung eines subjektiven Rechts gleichzusetzen.[5)]

---

1) Lorenz, S. 116

2) Larenz, Optionsvereinbarungen, S. 209

3) Schumann, S. 18

4) Flume, Anm. 1 S. 635; Erman-Hefermehl § 145, 1

5) Bötticher, S. 53

b) Spezielle Bedenken

Eine Auseinandersetzung mit diesen Argumenten der grundsätzlichen Kritik erscheint hier insofern überflüssig, als die Gleichsetzung der Annahmebefugnis eines befristeten Angebots mit dem Optionsrecht für das börsenmäßige Optionsgeschäft speziell ohnehin nicht zutreffend ist.
Gegenüber der Theorie vom bedingten Rechtsgeschäft ist dieser Erklärung jedoch zunächst zugute zu halten, daß sie sich, zumindest in gewissem Umfang, mit der Zweigliedrigkeit des Optionsgeschäfts verträgt, als die überlange Befristung des Angebots Gegenstand eines Vertrages ist. Die Unterschiedlichkeit ergibt sich allerdings aus dem Umfang des 'Fristeinräumungsvertrages' einerseits und dem Optionsvertrag andererseits.
Während ersterer lediglich die Fristverlängerung beinhaltet, umfaßt der Optionsvertrag den gesamten, auch dem Angebot zugrunde liegenden Sachverhalt. Entsprechend ist der zu zahlende Optionspreis nicht lediglich 'Bindegeld', sondern der Preis für das Recht, innerhalb einer bestimmten Frist einen durch den festgelegten Inhalt bestimmten Vertrag durch einseitige Willenserklärung zustande zu bringen.[1)]

Der börsenmäßige Optionsvertrag kann daher nicht als eine im Rahmen eines Angebots gemachte vertragliche Festlegung seiner Geltungsdauer angesehen werden. Hinzu kommt die für das börsenmäßige Optionsrecht ausdrücklich geregelte Abtretbarkeit.
Diese Abtretbarkeit steht im Gegensatz zu dem Interesse des Anbietenden, einen bestimmten Vertragspartner zu bekommen.
Aus den genannten Gründen stimmt das börsenmäßige Optionsrecht nicht mit der Annahmebefugnis aus einem länger als üblich befristeten Angebot überein.

---

1) Zum Bindegeld: Bley, S. 13; Leitfaden, S. 7

3. Die börsenmäßige Option als vertraglich eingeräumtes Gestaltungsrecht (Gestaltungsrechtstheorie)

Eine vorwiegend jüngere Meinung faßt die Option - unter Ablehnung der Gleichsetzung Annahmebefugnis und Gestaltungsrecht - als vertraglich eingeräumtes Gestaltungsrecht auf.[1)]
Da so allein die einseitige Erklärung des Berechtigten ausreichender Entstehungstatbestand für einen Vertrag ist, bedeutet dies in der Konsequenz das Abrücken von der traditionellen Vertragsbegründung durch Angebot und Annahme. Hauptargument gegen diese Konstruktion ist daher, die einseitige Vertragsbegründung widerspräche dem Vertragsprinzip.[2)]
Abgesehen davon, daß sich der Gesetzgeber verschiedentlich selbst dieser Möglichkeit bedient hat,[3)] erscheint dieses Argument jedoch zu formell.
Richtigerweise besagt das Vertragsprinzip doch lediglich, daß schuldrechtliche Verpflichtungen nicht gegen den Willen des Betroffenen entstehen oder geändert werden dürfen.[4)] Gegen diesen Grundsatz verstößt die einseitige Vertragsbegründung durch Ausübung der Option jedoch nicht.
Der Wille des Betroffenen ist nämlich schon durch seine Mitwirkung bei Einräumung der Option tätig geworden, indem er sein 'Mitwirkungsrecht' bei Entstehung eines neuen bestimmten Vertrages zu Gunsten des Berechtigten aufgegeben hat.[5)]

---

1) Bötticher, S. 45; Schuman, S. 121; Henrich einschränkend S. 242; Larenz, Schuldrecht § 44 IV 3

2) Soergel-Siebert-Ballerstedt, 8 vor § 497

3) So wird z.B. durch einseitige Erklärung des Rücktritts das Schuldverhältnis inhaltlich abgeändert.

4) Schumann, S. 24

5) Schumann, S. 24

Da dieser Einräumungsvertrag von dem durch Ausübung der Option begründeten Vertrag streng zu unterscheiden ist, ergibt sich zu den vorherigen Meinung folgender Unterschied: Gegenüber der Bedingungstheorie begründet die Gestaltungsrechtstheorie die Zweigliedrigkeit des gesamten Vorganges von Einräumung bis zur Ausübung. Von der Angebotstheorie unterscheidt sie sich einmal durch die unterschiedliche Vertragsbegründung, hier Annahme eines Angebots, dort Begründung durch einseitige Willenserklärung, zum anderen auch durch die untergeordnete Bedeutung des 'Fristverlängerungsvertrages', der nur Teil eines durch Abgabe eines Angebotes eingeleiteten Rechtsverhältnisses ist.

Aufgrund ihrer Weitläufigkeit gestattet es die Gestaltungsrechtstheorie, den wirtschaftlichen Begriff 'Option' in der Vielfalt seiner Verwendung rechtlich zu erfassen, ohne dabei im Einzelfall gewünschte oder wünschenswerte Anforderungen zu mißachten.

Das gilt u.a. für formbedürftige Rechtsgeschäfte, bei denen auch nach der Gestaltungsrechtstheorie sowohl Optionseinräumung wie auch -ausübung der gesetzlich vorgeschriebenen Form bedürfen.[1] Aus der klaren Abgrenzung des Optionsrechts vom Hauptvertrag ergibt sich darüber hinaus der Vorteil, daß die Option als eigenständiges Vermögensrecht etwa der Pfändung gem. § 857 ZPO zugänglich ist bzw. als verwertbares Vermögensaktivum im Falle des Konkurses des Optionsberechtigten in die Konkursmasse fällt.[2]

Im Ergebnis ist daher festzustellen, daß die Definition der Option als vertraglich eingeräumtes Gestaltungsrecht auf viele im wirtschaftlichen Bereich unter dem Begriff 'Option' anzutreffende Rechtsfiguren anwendbar ist und zudem bei der Lösung von praktischen Problemen zu wünschenswerten Ergebnissen führt.

---

1) Soergel-Siebert-Lange vor § 145 Anm. 51

2) vgl. Henrich, S. 283

Inwieweit diese Definition ebenfalls das börsenmäßige Optionsgeschäft einschließt, muß davon abhängen, ob sie den in den BesBedW bzw. den SonBedK niedergelegten Anforderungen standhält.

Im wesentlichen sind dies zwei eng miteinander zusammenhängende Forderunge, nämlich, daß der Kauf einer Option als der Erwerb eines Rechts zu verstehen ist und daß dieses Recht übertragbar ist.
Für die Annahme eines Rechtserwerbes durch ein zweiseitiges, als Kauf[1] zu qualifizierendes Rechtsgeschäft spricht neben der deutlichen Formulierung des § 3 BesBedW die Tatsache des Fälligwerdens eines Optionspreises bei Abschluß des Optionsgeschäfts.
Die innere Qualifikation des so erworbenen Rechts als Gestaltungsrecht ergibt sich aus den §§ 4,8,9 BesBedW, worin bestimmt ist, daß nach Ausübung des Rechts durch einseitige Willenserklärung gegenüber dem Stillhalter die Erfüllung nach den für das Kassa-Geschäft bestehenden Bedingungen zu erfolgen hat. Das Recht aber, mittels einer einseitigen, empfangsbedürftigen Willenserklärung verändernd in die Rechtslage eingreifen zu können, wird übereinstimmend als Gestaltungsrecht bezeichnet.[2]

Da die in den Geschäftsbedingungen beschriebenen Merkmale des börsenmäßigen Optionsgeschäfts mit den Anforderungen der Definition der Option als vertraglich eingeräumtes Gestaltungsrecht übereinstimmen, ist im Ergebnis festzustellen, daß auch das börsenmäßige Optionsgeschäft sich rechtlich darstellt als vertraglich eingeräumtes Gestaltungsrecht, wobei sich der Einräumungsvertrag als Kaufvertrag qualifiziert.

---

1) Schönle, S. 420 insofern inkonsequent, als er die Option als zeitlich befristete Offerte ansieht.

2) Schumann, S. 17 mw.N.

4. Abschnitt

Die Schweizer Termingeschäfte am Beispiel der Zürcher Effektenbörse

I. Historische Entwicklung der Zürcher Börse und ihrer Gesetzgebung

Im Gegensatz zur Geschichte der deutschen und anderer europäischer Wertpapierbörsen reicht die Geschichte der Schweizer Effektenbörsen nur bis in die Mitte des vorherigen Jahrhunderts zurück.

Der Grund dafür liegt darin, daß bis zu dieser Zeit in der Schweiz die Grundlage für ein regelmäßiges Börsengeschäft fehlte, da einerseits die zahlreichen kleinen Industriebetriebe ihren geringen Kapitalbedarf zumeist über Private decken konnten und andererseits öffentliche eidgenössische oder kantonale Anleihen wegen ihrer Unbeliebtheit selten waren.
Erst der Bau von Eisenbahnen in der Mitte des letzten Jahrhunderts, der nachfolgende rasche Aufschwung der Industrie wie auch des Handels sowie der steigende Kapitalbedarf der öffentlichen Hand zwangen zur verstärkten Kapitalaufnahme, die wegen ihres Umfangs nur über funktionierende Börsen durchgeführt werden konnte.[2] Hinzu kamen große Anlagen des Auslandes, die sich ebenfalls befruchtend auf das Börsengeschehen auswirkten.
Nach dieser anfänglichen Emmissionsphase allerdings änderten die Schweizer Börsen, insbesondere die Zürcher, ihren Charakter zur Handelsbörse hin.[3]
Wurde zunächst fast ausschließlich 'au comptant', d.h. per Kasse gehandelt, so entdeckte die den langfristigen Kapitalanlegern schnell folgende Spekulation schon bald dem Reiz der Termingeschäfte, denen schließlich

---

1) Harbeck, S. 39
2) Brevier, S. 2
3) Bruns, S. 17; Rossi-Naef, S. 80

vor dem 1. Weltkrieg mit einem Anteil von ca. 80 % am Gesamtumsatz die führende Rolle an den Schweizer Börsen zukam.[1)]

Angesichts der Bedeutung funktionierender Börsen für die gesamte Volkswirtschaft wurde schon früh versucht, das Börsenwesen zum Schutz des Anlegers, aber auch zur Wahrung fiskalischer Interessen des Staates zu erfassen.[2)]
Obwohl es der Bedeutung der zu regelnden Materie entsprochen hätte - die Bedeutung z.B. des Kapitalanlegers ist durch den Erlaß des 'Bundesgesetz über die Anlagefonds' bestätigt worden - hat der Bund bis heute noch nicht von seinem Recht Gebrauch gemacht, gestützt auf Art. 31 BV ein eidgenössisches Börsen- oder Wertpapiergesetztzu erlassen.[3)]
Stattdessen haben in allen Kantonen, in denen eine Börse betrieben wurde, die kantonalen Gesetzgeber durch Erlaß von Gesetzen auf das Börsenwesen Einfluß genommen. Sie stützen sich dabei auf den zu ihren Gunsten bestehenden Vorbehalt des Art. 418 OR, 'über die Verrichtungen der Börsenmakler, Sensale[4)] und Stellenvermittler besondere Vorschriften aufstellen' zu können.

Das Fehlen einer gesamtschweizer Regelung macht es notwendig, die Darstellung und Erläuterung des Schweizer Termingeschäfts auf den Handel an der Effektenbörse nur eines Kantons zu beschränken.

Da die Effektenbörsen an den privatrechtlich organisierten Wertpapierbörsen wie Lausanne, Bern, Chur oder Winterthur ohnehin nur von lokaler Bedeutung sind,

---

1) Schlicht, S. 121

2) Motschmann, S. 8

3) Zur schwierigen Frage der Kompetenzabgrenzung zwischen Bundesgesetzgeber und Kantonalem Gesetzgeber in Bezug auf das Börsenwesen vgl. Wirz, S.38 ff

4) Sensalen waren Vermittler, die Aufträge u.a. im Verkehr mit Wertpapieren für Rechnung Dritter und im Namen der Drittpersonen abschlossen.

kamen für die Auswahl lediglich die Börsen in Basel, Genf oder Zürich in Betracht.

Wenn nun im folgenden auf den Terminhandel an der 'Zürcher Effektenbörse' eingegangen wird, so ist die Wahl mit der Umsatzstärke sowie der internationalen Bedeutung dieser Börse zu begründen.
Der Grund für die internationale Bedeutung der Zürcher Börse liegt neben der Stabilität von Politik und Währung in dem ortsansässigen leistungsfähigen Bankgewerbe und an dem Status Zürichs als Drehscheibe des internationalen Kapital- und Finanzverkehrs.[1)]

Mangels einheitlicher Maßstäbe ist es schwierig, die Rangordnung Zürichs unter den europäischen Börsen festzulegen.
In Bezug auf die kontinentaleuropäischen Börsen läßt sich zumindest feststellen, daß Zürich mit einem Gesamtumsatz von sFr 54,5 Mrd. in 1971 [2)] vor Paris mit FF 36,7 Mrd.[3)] an der Spitze liegt. Im Vergleich dazu hatte die Frankfurter Börse als die größte deutsche Wertpapierbörse 1971 einen Umsatz von insgesamt DM 11,5 Mrd.[4)]
Wertmäßig trifft dasselbe auf den Terminhandel zu, prozentual jedoch beträgt in Zürich der Anteil am Gesamtumsatz nur 32 % gegenüber Paris ca. 45 %.

Die Geschichte der Zürcher Börsengesetzgebung beginnt mit dem Erlaß des 'Gesetzes betreffend die Gewerbe der Effektensensale und Börsenagenten' 1883.
Zwar hatte es auch schon, selbst vor der Gründung der Zürcher Börse durch Zusammenschluß der Effekten-

---

1) Harbeck, S. 43

2) Vorstandsbericht des Zürcher Effektenbörsenvereins 1971, S. 16

3) L'annee boursiere 1971, S. 12

4) Frankfurter Wertpapierbörse Jahresbericht 1971, S. 53

sensalen 1877, vorher sog. Sensalenordnungen gegeben,[1] jedoch handelte es sich insoweit lediglich um nichtgesetzliche Regelungen, die die Sensalen für ihren Geschäftsverkehr aufgestellt hatten.
Lag der akute Anlaß für diese 'Einmischung' an einigen unerfreulichen Zwischenfällen an den Börsen in Folge des Zusammenbruchs einiger Großunternehmen,[2] so lag doch der eigentliche Grund für den staatlichen Eingriff in dem Druck der öffentlichen Meinung,[3] die die Ausschreitungen der Spekulation nur mit Widerwillen registrierten.

Insoweit bietet sich die Entstehung des deutschen Börsengesetzes von 1896 als Folge des Börsenkrachs von 1890 und den darauf folgenden wirtschaftspolitischen Kämpfen in Parlament und Öffentlichkeit als Parallele an.

Wesentliche Aufgabe des Gesetzes war es daher, zunächst über die bisher rein private Börse zum Schutz des Publikums einen Börsenkommissionär als staatliches Aufsichtsorgan zu stellen; gleichzeitig verfolgte es die nicht unerhebliche Aufgabe, mit der Erfassung und Besteuerung des Effektenhandels dem Fiskus eine neue Einnahmequelle zu eröffnen.[4]
Diesem 'Stoß auf den Lebensnerv' versuchte der Effektenbörsenverein mit einem 3-monatigem Streik zu begegnen; als am 1.4.1884 die Börsentätigkeit mit nur 6 Mitgliedern zunächst wieder aufgenommen wurde, dauerte es immer noch 1 Jahr, bis auf Grund der gebesserten Beziehungen zwischen Aufsichtsorgan und Mitgliedern die Zahl der Mitglieder des Effektenbörsenvereins wieder anstieg.[5]

---

1) Brevier, S. 2
2) Vontobel, S. 57
3) Clerici, S. 128
4) Harbeck, S. 39
5) Harbeck, S. 40

Eine ebenfalls vom Effektenbörsenverein beim Bundesrat u.a. wegen Verletzung der Handels- und Gewerbefreiheit durch dieses Gesetz eingereichte staatsrechtliche Beschwerde, wurde abgewiesen. Unter Verneinung der Verletzung von Handels- und Gewerbefreiheit stellte der Bundesrat fest, daß das Börsengesetz im öffentlichen Interesse Bestimmungen über die Ausübung von Handel und Gewerbe, also gewerbepolizeiliche Bestimmungen, enthalte, die der Bundesverfassung nicht entgegen stünden.[1)]

Nachdem 1896 ein neues Gesetz geschaffen worden war, das weitere Verbesserungen sowohl im Wertpapierhandel als auch auf fiskalischem Sektor brachte,[2)] stellte sich nach dem Börsenkrach 1907 doch heraus, daß auch hier noch zu Lasten der Anleger große Mängel vorhanden waren, insbesondere insofern, als es nach dem Gesetz noch möglich war, als Nichtmitglied des Effektenbörsenvereins, somit außerhalb der staatlichen Aufsicht, Wertpapiere minderer Qualität an das Publikum unter dem Mantel der Börse zu verkaufen.[3)]

In den Weisungen zum ersten Gesetzentwurf 1910 führte dazu der Regierungsrat (Exekutivorgan des Kantons) aus, daß es wegen der zunehmenden Rücksichtslosigkeit im Geschäftsverkehr und der oft skrupellosen Konkurrenz im Wertpapierhandel nicht gerechtfertigt sei, auf eine Revision des Gesetzes nur deshalb zu verzichten, weil die gewerbsmäßigen Händler mit Wertpapieren sich bei der alten Ordnung der Dinge behaglich gefunden haben.[4)]

Am 22.12.1912 wurde das 'Gesetz betreffend den gewerbsmäßigen Verkehr mit Wertpapieren erlassen, das bis heute für den Bereich der Zürcher Effektenbörse Geltung hat.

---

1) Fuchs, S. 21
2) Motschmann, S. 8
3) Hunold, S. 11
4) zit. nach Nef, S. 7

II. Die Termingeschäfte an der Zürcher Effektenbörse

1. Das Schweizer Termingeschäft

Die rechtliche Beschreibung dessen, was am Zürcher Ring und den anderen Schweizer Börsenplätzen als Termingeschäft abgeschlossen wird, bereitet - im Gegensatz zum deutschen BTG - keine Schwierigkeiten. Der Grund hierfür ergibt sich aus dem Fehlen von Regelungen, die eine Eingrenzung des im deutschen Recht als BTG bezeichneten Börsengeschäfts notwendig erscheinen lassen, wie insbesondere der Ausschluß des Differenzeinwandes in § 58 BG.[1)]
Die in den kantonalen Wertpapiergesetzen als 'Termingeschäfte' bezeichneten Börsengeschäfte - der Terminus 'Börsentermingeschäft' ist dort unbekannt - sind daher lediglich Zeitkaufgeschäfte über börsengängige Wertpapiere.

Wie im deutschen Recht auch zeichnet das Zeitgeschäft der über den Zeitpunkt des Vertragsabschlusses hinausgeschobene Erfüllungszeitpunkt oder -raum aus, an dem im Rahmen des Wertpapiergeschäfts die Wertpapiere zu liefern bzw. abzunehmen und zu bezahlen sind. Diese Rechtsgeschäfte sind daher anders als bedingte oder befristete Kaufgeschäfte von vornherein wirksam.

Da der spätere Erfüllungszeitpunkt Teil des Vertragsinhalts ist, wurde in der deutschen Literatur hierzu

---

1) auf das Problem des Differenzeinwandes bei börsenmäßigen Termingeschäften in der Schweiz wird gesondert eingegangen.

lange die Frage erörtert, ob der Fixcharakter des Kaufgeschäfts wesentliches Merkmal für das Vorliegen eines Börsentermingeschäfts sei.[1)]

Diese Frage entsteht im Schweizer Recht nicht. Voraussetzung für die Rechtsfolgen des Fixgeschäfts, § 361 BGB, sowie des Fixhandelskaufs, § 376 HGB, ist, daß der vereinbarte Erfüllungszeitpunkt dergestalt wesentlicher Bestandteil des Vertrages geworden ist, daß eine verspätete Leistung nicht mehr als Erfüllung angesehen werden kann.[2)]

Zwar kennt auch das OR das Fixgeschäft, Art. 190 OR, jedoch stellt es nicht so strenge Anforderungen an die Vereinbarung der Erfüllungszeit.

Voraussetzung des Art. 190 I OR ist lediglich, daß 'im kaufmännischen Verkehr ein bestimmter Lieferungstermin verabredet' ist. Unbeachtlich der Frage nach der Kaufmannseigenschaft der Partei gilt ein Geschäft immer dann als im kaufmännischen Verkehr zustandegekommen, wenn nach Art und Absicht bei Kaufabschluß anzunehmen ist, daß die Ware zum Zweck der Weiterveräußerung bestimmt ist.[3)]

Da Termingeschäfte an der Börse vernünftiger Weise unter dem Aspekt des baldigen Wiederverkaufes, insbe-

---

1) Über die Bedeutung des Fixcharakters für BTGe vgl. besonders Kullak, S. 37 ff

2) Erman-Westermann, § 361 2. m.w.N.

3) Müller, S. 19; Oser-Schönberger, Art. 190 Anm. 8

sondere zur Realisierung von Kursgewinnen, abgeschlossen werden, somit das Wertpapier zum Weiterverkauf erworben wird, trägt das Zeitgeschäft über börsengängige Wertpapiere in sich das Merkmal des Fixgeschäftes gem. Art. 190 OR.[1)]
Diese Auffassung ist durch das eidgenüssische Bundesgericht in mehreren Entscheidungen bestätigt worden.[2)]

2. Termingeschäft und Differenzeinwand

Das Schweizer Termingeschäft, das wie das deutsche BTG auch wegen der Möglichkeit zum Abschluß von gleichartigen Gegengeschäften nur in wenigen Fällen effektiv erfüllt wird, ist seit jeher als fruchtbarer Boden für die Spekulation angesehen worden, weil es theoretisch auch dem Teilnehmer die Möglichkeit zum Handel mit Wertpapieren einräumt, der zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses weder über die zu liefernden Titel noch den geschuldeten Geldbetrag verfügt.
Die Verwandtschaft zu Spiel bzw. Wette wird noch bestärkt durch die Erfüllung im Rahmen des Liquidationsverfahrens,[3)] dessen Sinn die möglichst starke Einschränkung der effektiven Lieferung ist, so daß letztlich nur die zu zahlende bzw. zu empfangende Differenz zur Leistung übrigbleibt.

Gem. Art. 513 OR, der inhaltlich den §§ 762, 764 BGB nachgebildet ist, begründen Differenzgeschäfte und solche Lieferungsgeschäfte über Börsenpapiere, die den Charakter eines Spiels oder einer Wette haben, die sog. Differenzgeschäfte, keine Forderungen. Einen gesetzlich geregelten Ausschluß des Differenzeinwandes, wie ihn das deutsche BG gem. § 58 für verbindliche und offizielle BTGe anordnet, enthält weder das OR noch irgendeine kantonale Vorschrift.

---

1) Müller, S. 29
2) BGE 46 II, S. 164 (166); BGE 49 II, S. 220 (228)
3) vgl. Fisch, S. 110

Es muß daher bei an der Börse abgeschlossenen Termingeschäften immer im Einzelfall festgestellt werden, wann ein Differenzgeschäft vorliegt und wann nicht.

Die ältere Rechtsprechung[1] hat das Vorliegen eines Differenzgeschäfts immer dann angenommen, wenn die Parteien vertraglich die effektive Lieferung zu Gunsten eines Ausgleichs der Kursdifferenz ausgeschlossen hatten. Auf Grund dieses Kriteriums glaubte man, den Parteien ihre Spielabsicht nachweisen zu können. Mangels konkreter dahingehender Vereinbarungen wurde aus dem Vorliegen bestimmter Umstände, den sog. Differenzumständen, auf eine stillschweigend getroffene Vereinbarung obigen Inhalts geschlossen.
Als Differenzumstände sah das Bundesgericht insbesondere an; das Fehlen eines Zusammenhangs zwischen Spekulation und Berufstätigkeit des Spekulanten,[2] fehlende Kenntnisse des Börsenwesens,[3] Wahl- und Planlosigkeit im Abschluß des Geschäftes[4] oder ein offensichtliches Mißverhältnis zwischen finanziellen Mitteln und dem Umfang der Spekulation.[5]

Die Möglichkeit, diesen äußerlichen Merkmalen den Willen der Parteien zu entnehmen, die Effektivlieferung auszuschließen, und das wiederum als Kriterium für das Vorliegen eines Differenzgeschäftes zu werten, ist in der Literatur abgelehnt worden.[6]
Diese Ablehnung wurde damit begründet, daß der stillschweigende Ausschluß der effektiven Erfüllung auf Grund einiger äußerlicher Merkmale als Merkmal für das Vorliegen eines Differenzgeschäfts ungeeignet sei, weil es in der Praxis der maßgeblichen Schweizer Banken dann ein 'Börsenspiel' schon deshalb nicht geben könnte, da dort selbst die spekulativsten Termingeschäfte wenn auch durch Aufrechnung mit den Gegengeschäften im Zuge

---

1) bis einschließlich BGE 61 II, 114 (117)
2) BGE 61 II, 114 (120)
3) BGE 57 II, 407 (413)
4) BGE 47, II (54)
5) BGE 57 II, 407 (413)
6) Müller, S. 90 m.w.N.;
vgl. in BGE 65 II, 21 (26) aufgeführtes Schrifttum

des Liquidationsverfahrens erfüllt würden.[1]

Diese Argumentation erkannte das Bundesgericht erst spät an, indem es feststellte, daß ein solcher vertraglicher Ausschluß in der Praxis nicht vorkäme und daß jedem Börsentermingeschäft, auch wenn es in bloßer Spielabsicht abgeschlossen ist, stets eine Kombination wirklicher Käufe und Verkäufe zu Grunde liegt, die einen Güterumlauf bewirken und damit auf die Preisgestaltung Einfluß nehmen.[2]

Da sich das Differenzgeschäft weder in seiner äußeren Gestaltung noch in seiner Funktion vom ernsten börsenmäßigen Termingeschäft unterscheidet,[3] läßt sich ein absolutes Kriterium nicht aufstellen.
Es muß daher unter Berücksichtigung aller Umstände in jedem einzelnen Fall entschieden werden, ob in dem betreffenden Geschäft das rein aleatorische Element vorherrscht und ob eine für den Börsenagenten leicht erkennbare Spielabsicht des Spekulanten vorgelegen hat, aus der Kursdifferenz einen im wesentlichen auf Zufall beruhenden Kursgewinn zu erzielen.[4]
Anzeichen hierfür sind wiederum die oben aufgeführten Differenzmerkmale, allerdings mit dem Unterschied, daß aus ihrem Vorliegen nicht erst auf einen Ausschluß der Effektiverfüllung geschlossen wird, sondern sofort auf die Spielabsicht und damit auf das Vorliegen eines Differenzgeschäftes.[5]

Die Befürchtung, die sich mangels absoluter Kriterien möglicherweise einstellende Rechtsunsicherheit könnte Folgen im Börsenaußengeschäft zeigen,[6] erscheint

---

1) Kurz, S. 177, 181
2) BGE 65 II, 21 (27)
3) Guhl, S. 44
4) BGE 78 II, 61 (61)
5) BGE 65 II, S. 21 (29)
6) so Müller, S. 93

unbegründet.
Dagegen spricht nämlich einmal, daß die bundesgerichtliche Praxis bisher nur in ganz wenigen Fällen den Spieleinwand zugelassen hat,[1] zum anderen aber auch der Umstand, daß die Berufung auf den Spielcharakter in kaufmännischen Kreisen als ehrenrührig gilt. Letzteres findet für den Bereich der Börsen in § 20 Zi. 5 BOZ Ausdruck, der die Erlaubnis zum Börsenbesuch entzieht für solche Leute, 'welche sich ihrer Verpflichtungen aus Geschäftsabschlüssen durch die Einrede von Spiel und Wette zu entziehen gesucht haben'. Zwar hat das, anders als im BG, theoretisch keine Folgen, weil mit dem Börsenbesuch noch nicht die Erlaubnis zum Handel erteilt ist, praktisch jedoch wird der betreffende keine Partner zum Abschluß von usancegemäßen Börsengeschäften mehr finden.

Zusammenfassend läßt sich daher sagen, daß, selbst wenn es im Schweizer Recht auch keine dem § 58 BG vergleichbare Vorschrift gibt, in der Praxis die Berufung auf Art. 513 OR selten ist, da zum einen die Anforderungen an das Differenzgeschäft sehr hoch sind, zum anderen der Einwand selbst schon ehrrührig ist.

3. Rechtsgrundlagen für den Terminhandel an der Zürcher Effektenbörsen

a. Das 'Gesetz betreffend den gewerbsmäßigen Verkehr mit Wertpapieren'[2]

Entsprechend seiner wesentlichen Aufgabe als gewerbepolizeiliches Gesetz war es das Anliegen des WG, die staatliche Kontrolle des Wertpapierhandels zu verstärken.[3]

---

1) vgl. Oser-Schönenberger, Art. 513 Anm. 24

2) im folgenden WG

3) Nef, S. 9 ff

Wesentlich beigetragen haben dazu die organisatorischen Vorschriften des Gesetzes. Zwar ist auch heute noch Träger der Börse nach außen hin der Effektenbörsenverein,[1] jedoch besteht diese Vereinigung gem. § 10 WG auf Grund öffentlich-rechtlicher Anordnung aus allen Börsenagenten, deren Zulassung durch die Direktion der Volkswirtschaft erfolgt ist, § 2 WG.
Damit qualifiziert sich der EBV als öffentlich-rechtliche Zwangskorporation,[2] die als Träger der Börse nicht nur berechtigt, sondern geradezu verpflichtet ist, Statuten, Usancen und Reglements aufzustellen, die dann dem Regierungsrat des Kantons zur Genehmigung zu unterbreiten sind.

Besondere Bedeutung im Rahmen dieses Gesetzes kommt dem Börsenagenten zu, da hier der Kanton die Möglichkeit zur Auswahl, aber auch zur Einflußnahme auf den Handel hat, indem es gem. § 16 dem Börsenagenten Beschränkungen in Form von Verboten auferlegt.[3]

Seiner Verpflichtung zum Erlaß obiger Börsenvorschriften ist der EBV u.a. durch Erlaß der Statuten, der Usancen, der Börsenordnung und des Reglements über die Abwicklung des Wertschriften-Termin-Verkehrs unter den Mitgliedern des Effektenbörsenvereins Zürich nachgekommen.
Abgesehen von den 'Statuten', denen als Vereinssatzung im Hinblick speziell auf den Terminhandel keine Bedeutung zukommt, sollen im folgenden die übrigen Rechtsvorschriften, unter Beachtung ihrer Bedeutung für das Termingeschäft, zumindest soweit erläutert werden, als sie sich von den vergleichbaren deutschen unterscheiden.

---

1) im folgenden EBV

2) Nef, S. 14

3) Soweit diese Beschränkungen den Terminhandel betreffen, sind sie Gegenstand einer späteren Darstellung.

b. Die 'Usancen' der Zürcher Effektenbörse[1)]

Seit Bestehen von Wertpapierbörsen oder anderen börsenähnlichen Veranstaltungen hatten sich an den Schweizer Handelsplätzen sog. Platzusancen oder Börsenbedingungen herausgebildet, deren Aufgabe es war, den Handel an dem betreffenden Platz zu regeln. Da sich im Laufe der Zeit diese Regelungen nahezu vollständig anglichen, entstand in der Schweiz eine einheitliche Bank- und Börsenusance.[2)]

Auf Grund der Verpflichtung gem. § 11 WG und damit als praktische Folge des Regelungsvorbehalts des Art. 418 OR zu Gunsten des kantonalen Gesetzgebers wurde dieser Börsenbrauch für den Zürcher Bereich als 'Usance' kodifiziert. Damit waren die zivilrechtlichen Wirkungen der Termingeschäfte ohne Vorbehalt zu Gunsten des kantonalen Rechts geregelt.[3)]
Wenn dennoch hinsichtlich der Folgen nahezu Übereinstimmung mit dem Obligationenrecht besteht, so liegt das daran, daß das Termingeschäft in seinem Grundcharakter als Vertrag bereits im Rahmen der damaligen Börsenusancen vor Eingreifen des WG nach den allgemeinen Grundsätzen der Billigkeit und der gleichmäßigen Verteilung von Pflichten und Rechten ausgestaltet war.[4)]
Nur da, wo für die Börse eigentümliche Sachverhalte zu regeln waren, konnte man von den allgemeinen Regelungen des OR keinen Gebrauch machen.
Im Hinblick auf ihre Aufgabenstellung wie auch ihre Ausgestaltung entsprechen die Usancen daher den an den deutschen Börsen bestehenden bzw. vor 1931 geltenden Geschäftsbedingungen.

---

1) im folgenden ZU
2) Bruns, S. 41
3) Müller, S. 39
4) Müller, S. 39

Gem. § 1 ZU erfolgen Geschäftsabschlüsse über Wertpapiere komptant und auf Termin, wobei letztere in ihren eigentümlichen Ausgestaltungen in den §§ 25 ff ZU geregelt sind. Danach gilt als üblicher Termin für Zeitgeschäfte der Ultimo eines Monats; daneben kann allerdings auf Beschluß der Generelversammlung des EBVs auch der Medio[1] eines jeden Monats als Abwicklungstermin bestimmt werden. Während in Deutschland immer nur zum Ultimo des laufenden Monats abgeschlossen werden konnte, besteht in Zürich die Möglichkeit, nach dem 15. eines Monats auf den Ultimo des nächsten abzuschließen.

Eigens für das feste Termingeschäft ist bestimmt, daß im Falle der Nichteinhaltung der in einem Spezialreglement festgelegten Fristen für die Lieferung bzw. Abnahme, auch ohne vorherige Anzeige die Zwangsregulierung stattfinden kann, § 26 ZU. Damit steht diese Regelung im Gegensatz zu der in Deutschland üblichen, wonach die Zwangsregulierung immer erst dann eingeleitet werden darf, wenn unter Androhung der Zwangsregulierung vergeblich eine Nachfrist zur Erfüllung der Verpflichtung gesetzt worden ist, vgl. § 27 GeschBed.
Als Termingeschäft sui generis[2] erscheint gem. § 27 das Prämien-, Stellage- und Nochgeschäft.
Von diesen Geschäften wird etwa seit dem 1. Weltkrieg nur noch das Prämiengeschäft (Dontgeschäft) in Form der Vorprämie gehandelt, während das Rückprämiengeschäft wie das Stellage- oder Nochgeschäft als nicht mehr notwendig der Vergangenheit angehören.[3]

Die Ausgestaltung dieser Geschäfte entspricht der der deutschen BTGe vor 1931. Eine Ausnahme besteht lediglich hinsichtlich der Prämienerklärung im Fall

---

1) Von der Medioliquidation wird allerdings nicht Gebrauch gemacht, vgl. Schlicht, S.122

2) Baschy in BZ Nr. 193 v. 9.10.1963

3) Marthaler, S. 321

des Fehlens einer Erklärung des Berechtigten.
Ist gem. § 30 ZU nämlich der Berechtigte nicht erschienen, so wird die Erklärung nicht für ihn nach Beachtung des bestehenden Kurses abgegeben, § 6 GeschBed, sondern er verliert sein Wahlrecht an den Gegenkontrahenten, der unter Mitteilung an ihn das Wahlrecht in seinem Sinne nach dem unmittelbar vor der Prämienerklärung bestehenden Kurs ausüben wird.
Stellt sich danach heraus, daß der Berechtigte insolvent ist, d.h. mit der Erfüllung seiner geschäftlichen Verbindlichkeiten in Zahlungsverzug kommt, setzt nach bestimmten formellen Voraussetzungen die Liquidation seines Gesamtengagements durch den Vorstand des EBVs ein.
Hinsichtlich der von ihm eingegangenen festen Termingeschäfte hat das deren Verfall zur Folge, der Erfüllungszeitpunkt wird also zurückgesetzt, während die von ihm abgeschlossenen Prämiengeschäfte bis zum Prämienerklärungstag weiterlaufen, § 33 ZU.
Anschließend findet die Kompensation aller, auch der möglicherweise bestehenden Komptantgeschäfte statt.

Für die Rechtsnatur des Prämiengeschäfts gilt dasselbe wie für das deutsche Prämiengeschäft. Zwar spricht der Gesetzgeber in den ZU von einem Rücktrittsrecht bzw. -vorbehalt gegen Bezahlung eines Reugeldes, § 27 ZU, jedoch spricht er auch in demselben Umfang von einem Wahlrecht, das auf den Gegenkontrahenten übergehen kann, § 30 ZU. Gerade aus dieser Vorschrift geht aber hervor, daß in jedem Fall, ähnlich wie nach den deutschen GeschBed, eine Erklärung zur Konkretisierung der Schuld notwendig ist.
Eine dem § 262 BGB vergleichbare Regelung des Wahlschuldverhältnisses ist im OR in Art. 72 enthalten.

c. Die 'Börsenordnung' der Zürcher Effektenbörse[1)]

Mit der Börsenzeit, der Börsenaufsicht, der Kursfestsetzung und -notierung sowie der Zulassung von Börsenbesuchern regelt die BOZ den äußeren Rahmen, in dem die Börse abgehalten wird.
Wollte man sie daher mit den an deutschen Börsen bestehenden Vorschriften vergleichen, so müßte man die BOZ als Mischung aus BO und GeschBed ansprechen.

Auffällig ist zunächst, daß sowohl für Komptant- wie auch Termingeschäfte dieselben Vorschriften gelten, insbesondere aber, daß die Termingeschäfte im 'amtlichen Handel' abgeschlossen werden, somit eine Verbannung in den Freiverkehr wie in Deutschland nicht stattfindet.
Dem steht auch nicht entgegen, daß am 'Zürcher Ring' die Kursfeststellung 'à la criée' zustandekommt, d.h. ohne Einschaltung eines amtlichen Kursmaklers nach deutschem Muster lediglich auf Zuruf unter den Ringmitgliedern nach fortlaufender Verlesung der kotierten Wertpapiere in der Reihenfolge ihrer Eintragung ins offizielle Kursblatt durch den Börsenschreiber, §§ 5,6 BOZ.

Anspruch auf Notiz haben nur Abschlüsse, die unter Einhaltung der Mindestmenge getätigt werden, §§ 11, 12 BOZ. Gem. § 12 BOZ richtet sich die Höhe des Mindestschlusses nicht nach der Anzahl der gehandelten Stücke, sondern nach dem Kurswert der dem Handel zugrunde liegenden Wertpapiere. So beträgt z.B. der Mindestschluß über Aktien, deren Kurs unter sFr 50,- liegt, 100 Stück, während der Kauf lediglich einer Aktie ausreicht, wenn diese einen Kurswert über sFr 10.000,- hat.

---

1) im folgenden BOZ

Der Vorteil dieser Mindestmengenbestimmung speziell für den Zürcher Markt ergibt sich aus der Tatsache, daß eine erhebliche Anzahl dort kotierter Aktien einen Kurswert haben, der weit über dem deutscher Papiere liegt.[1)]

Eine unterschiedliche Behandlung von Komptant- und Termingeschäften ergibt sich in der BOZ im Hinblick auf die Akzeptierung der Vertragspartner nach Aufgabe eines Kurses und erfolgtem Zuschlag.
Während gem. § 10 BOZ alle Mitglieder verpflichtet sind, den Zuschlag oder die Abnahme von seiten eines Ringmitgliedes zu akzeptieren, so wird es ins Ermessen eines jeden Mitgliedes gestellt, die Konterpartei beim Abschluß eines Termin- oder Prämiengeschäftes zu akzeptieren oder nicht.
Die Rechtfertigung für diese Ausnahme liegt in der Möglichkeit sich schnell ändernder wirtschaftlicher Verhältnisse der Gegenpartei. Der anbietenden Partei soll daher das Recht belassen sein, nur mit Personen ihres Vertrauens Terminkontrakte abzuschließen.
In der Praxis wird allerdings von diesem Recht nicht Gebrauch gemacht.

d. Das 'Reglement über die Abwicklung des Wertschriften-Termin-Verkehrs unter den Mitgliedern des Effektenbörsenvereins Zürich' (Termin-Clearing)[2)]

Das RTC ist eine vorwiegend formale Vorschrift,[3)] die von ihrem Zweck her, die Abwicklung der in Zürich eingegangenen Terminengagements zu erleichtern, den Regulativen der in Deutschland zu diesem Zweck bestehenden Liquidationseinrichtungen z.T. entspricht.

---

1) So notierte z.B. 1/10 Genußschein der Hoffmann-La Roche-Aktie (Börsenname: Baby-Roche) am 25.7.1973 an der Zürcher Börse mit sFr 14.100,-

2) im folgenden RTC

3) auf die einzelnen Bestimmungen wird im folgenden Kapitel eingegangen werden.

Bemerkenswert ist hier allerdings die Tatsache, daß das RTC, anders als das vergleichbare Reglement für die Abwicklung von Komptantgeschäften, ausdrücklich eine unter den Mitgliedern des EBV abgeschlossene Konvention ist und als solche eine Usance des Platzes Zürich darstellt, § 5 RTC.

Da die ZU, die BOZ und das RTC auf Grund der vom kantonalen Gesetzgeber gem. § 11 WG eingeräumten Rechtssetzungsbefugnis vom Börsenvorstand nach Genehmigung durch den kantonalen Regierungsrat erlassen sind, sind sie als von einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft gesetzte Rechtsnormen Bestandteil des kantonalen Zürcher Rechts.[1)]

---

1) vgl. Wirtz, S. 32

III. Die Abwicklung von Termingeschäften an der Zürcher Effektenbörse

Wie bei den deutschen BTGen werden auch in der Schweiz die Parteien in der Regel versuchen, mittels gleichartiger Gegengeschäfte ihre Engagements glattzustellen, so daß sich Ringe oder Ketten von Termingeschäften ergeben, die alle zum gleichen Zeitpunkt, dem Ultimo bzw. Medio, erfüllt werden müssen.

Durch Einschaltung einer zentralen Liquidations- oder Abwicklungsstelle wird erreicht, daß alle im Verlauf eines Liquidationszeitraums abgeschlossenen Termingeschäfte gleichzeitig und gemeinsam abgewickelt werden können.
Zwecks dieser gemeinsamen Abwicklung ist, die Verpflichtungen aus den einzelnen Termingeschäften wechselseitig zu tilgen bzw. auszugleichen, um die effektive Lieferung bzw. Zahlung soweit als möglich zu umgehen, d.h. auf diejenigen Teilnehmer zu beschränken, die kein gleichartiges Gegengeschäft abgeschlossen haben.[1)]
Stellt man sich die Aneinanderreihung von Gegengeschäften als Kette vor, so wird im ersten und letzten Glied 'effektiv' erfüllt. Wenn im Gegensatz zu der 'effektiven' als der Erfüllung der nicht ausgleichbaren[2)] Termingeschäfte von den 'nicht-effektiven' gesprochen wird, so liegt natürlich auch dort mit der Aufrechnung aus dem Gegengeschäft eine Erfüllung im rechtlichen Sinne vor.
Da sich die Lieferung bzw. Abnahme unter den glattgestellten Teilnehmern erübrigt, bedarf es nur bei einem geringen Teil der effektiven Erfüllung und des damit zusammenhängenden Arbeitsaufwandes, so daß der

---

1) Müller, S. 36

2) Cosack, S. 371

Vorteil des geschilderten Liquidationsverfahrens evident ist.
An der Zürcher Effektenbörse schwankt der Anteil der vorher kompensierten Termingeschäfte zwischen 2/3 und 3/4.[1] der abgeschlossenen Gesamtmenge.
Ein weiterer Vorteil der Abwicklung über eine zentrale Liquidationsstelle liegt darin, daß auf Grund auch der Kompensation der Zahlungsverpflichtungen ein zum Ultimo hin angespannter Kreditmarkt mit der Folge des teuren Geldes vermieden wird.[2]

Zur Vermeidung eines unnötigen Kosten- und Arbeitsaufwandes hat sich an der Zürcher Effektenbörse ein einheitliches Verfahren herausgebildet, das durch das RTC geregelt und damit organischer Bestandteil des Terminverkehrs in Zürich geworden ist.[3]

1. Das Züricher Liquidationsverfahren

Ähnlich der alten Berliner Fondsbörse wird in Zürich mittels zweier Liquidationseinrichtungen abgewickelt, nämlich mit Hilfe des Liquidationsverbandes und der Zentralkasse.
Mitglied im Liquidationsverband ist zunächst jedes Mitglied des EBV, § 1 RTC.[4] Darüber hinaus können auch Nicht-Mitglieder, die aber im Besitz der staatlichen Bewilligung für außerbörslichen Wertpapierhandel sind, auf besonderes Gesuch hin in den Liquidationsverband aufgenommen werden. Sie sind verpflichtet, eine Kaution über sFr 20.000,- zu hinterlegen, die für die richtige Abwicklung und Liquidation haftet und die nur Mitglieder des Liquidationsverbandes berechtigt, § 3 RTC.

---

1) Bruns, S. 120
2) Müller, S. 37
3) vgl. § 5 RTC
4) vgl. §§ 18, 18a GeschBed Berlin

Die Generalversammlung des EBV bestimmt daneben eine Zentralstelle, über die der Zahlungs- und Titelverkehr der Mitglieder des Liquidationsverbandes abgewickelt wird, § 6 RTC.
Die Abwicklung über eine Zentralkasse macht die Termingeschäfte über ihre börsentägliche Notierung hinaus transparent und nimmt ihnen damit etwas von ihrem gegenüber den Komtantgeschäften gefährlichen Charakter. Als die von der Generalversammlung gewählte Zentralkasse fungiert seit langem die Schweizerische Kreditanstalt, die gegen ein geringes Entgelt, jährlich sFr 20.000,-, ihre Einrichtungen zur Verfügung stellt.[1)]

Von besonderer Bedeutung für eine funktionierende Abwicklung ist die Einhaltung verschiedener Fristen. Einen Tag nach dem Erklärungstag als dem Tag, an dem sich entscheidet, ob das betreffende Termingeschäft in der laufenden Liquidationsperiode abgewickelt wird oder nicht - regelmäßig ist dies nach Festsetzung durch den Börsenvorstand der 4. letzte Börsentag des Monats - somit am drittletzten Tag müssen die sog. Liquidationsbögen abgeschlossen werden.
Auf diesen Liquidationsbögen, die jede Ringfirma auszufertigen hat, werden alle vom jeweiligen Mitglied bis einschließlich des Prämienerklärungstages abgeschlossenen Termingeschäfte kontenmäßig erfaßt und saldiert, so daß nach Abschluß des Bogens ersichtlich ist, wieviel dieser Teilnehmer sowohl an Titeln als auch an Barmitteln an die Zentralstelle zu liefern bzw. von ihr zu erhalten hat.
Die Abstimmung aller Liquidationsbögen (Punktieren) findet am 3.letzten Börsentag im Börsenlokal statt. Die Bögen sind danach spätestens bis 8.3o des folgenden Tages an die Zentralstelle abzuliefern. An diesem 2.letzten Börsentag findet ebenfalls die Ablieferung der zu liefernden Titel bzw. des zu zahlenden Geldes

---

1) Rossi-Naef, S. 83

an die Zentralstelle statt. Aus den Ergebnissen der Liquidationsbögen fertigt dann die Zentralstelle den sog. Generalbogen aus, der im Soll wie im Haben mit der Anzahl der gelieferten Stücke bzw. des gezahlten Geldes übereinstimmen muß. Am letzten Börsentag des Monats, dem Ultimo, erfolgt schließlich die Auslieferung der nichtkompensierbaren Titel bzw. Geldbeträge an die betreffenden Firmen.

Das Zürcher Liquidationsverfahren stellt sich damit - im Gegensatz zum Ticketsystem - [1] als Skontierungsverfahren dar, dessen Wesen auf der doppelten Buchführung beruht,[2] und dessen Ziel es ist, bei gegenseitigen Forderungen und Schulden unter mindestens 3 Personen Abrechnung zu erstellen, bei der die effektive Lieferung bzw. Bezahlung auf ein Mindestmaß reduziert ist. Da die Liquidationsbögen durch die Mitglieder des Verbandes ausgestellt und punktiert werden, verbleibt der Zentralstelle praktisch nur die Verteilung der ermittelten Leistungen.

Schwieriger ist hingegen, die Stellung des als Verein gegründeten Liquidationsverbandes im Rahmen des Gesamtverfahrens zu bestimmen.
Denkbar ist einmal, daß der Verband zwischen den Parteien steht zwecks Übernahme der Ansprüche und Forderungen, zum anderen, daß dem Verband keine besondere rechtliche Stellung im obigen Sinne zukommt und er praktisch nur ein Instrument zur Erleichterung der Abwicklung ist.[3]
Wollte man den Verband zwischen die Parteien stellen und ihm damit im Rahmen der Liquidation eine eigene Stellung einräumen, so müßte man in dem Liquidationsvorgang eine Abtretung aller Forderungen an den Verband

---

1) Dem Ticketsystem in Form der Andienung kommt heute in der Schweiz und der Bundesrepublik nur noch Bedeutung bei Warentermingeschäften zu.

2) vgl. § 10 III RTC

3) zum Meinungsstand vgl. Müller, S. 48 ff

mit gleichzeitiger Umwandlung aller Ansprüche in eine anteilsmäßige Berechtigung am Vereinsvermögen sehen. Abgesehen davon, daß diese Erklärung als konstruiert und daher wirklichkeitsfremd dem Bankrecht widerspricht, so trifft sie auch, zumindest im Hinblick auf den Zürcher Platz, wegen des dortigen RTC nicht zu.

Voraussetzung für die Richtigkeit obiger These wäre nämlich, daß dem Verband auf Grund seines Reglements ein rechtliches wie wirtschaftliches Eigenleben zukommen sollte.

Zwar ist der Verband rechtlich als Verein, bestehend aus allen Mitgliedern des EBVs, begründet. Auf Grund der fehlenden Solidarität aller Mitglieder hinsichtlich der Haftung für zahlungsunfähige Mitglieder, ist § 7 III RTC aber zu entnehmen, daß der Verband zumindest vermögensrechtlich kein Eigenleben dergestalt führen sollte, daß er an seinem Vermögen anteilsmäßig gegen Abtretung aller Ansprüche berechtigen wollte. Gegen ein wirtschaftliches Eigenleben spricht zudem die Tatsache, daß der Verband, abgesehen von der Kaution der Nicht-Mitglieder, nicht mit Kapital ausgestattet ist.

Eine Zwischenschaltung des Verbandes zwischen die Parteien mit der Folge seines rechtlichen wie wirtschaftlichen Eigenlebens ist daher abzulehnen.

Der Liquidationsverband ist vielmehr nur ein Instrument, das zur technischen Durchführung der Liquidation dient.[1] Bedenkt man, daß die Skontation rechtlich einer vertraglichen Aufrechnung gleichkommt,[2] so ist es Aufgabe des Verbandes, seinen Mitgliedern dieses Aufrechnungsverfahren abzunehmen, ohne dabei weitergehende Pflichten übernehmen zu wollen. Praktisch wird

---

1) Müller, S. 49

2) Soergel-Siebert-Schmidt vor § 387 Anm. 4 m.w.N.

damit die bei der Zentralstelle fällige Endabrechnung vorbereitet.

Es scheint daher nur der Umfang der zu liquidierenden Termingeschäfte gewesen zu sein, der die Begründung dieses Verbandes erforderlich werden ließ.
So hat z.B. die wesentlich kleinere Baseler Wertpapierbörse auf die Errichtung eines Liquidationsverbandes verzichtet. Dort reichen die Teilnehmer ihre Liquidationsbögen direkt zur Abwicklung an die Zentralstelle ein.[1)]

Zusammenfassend läßt sich daher sagen, daß der Zürcher Liquidationsverband kein rechtliches Eigenleben dergestalt hat, daß er Empfänger der von den Parteien zedierten Forderungen ist, die er selbständig in sein Vermögen einzieht, um daran die Parteien anteilsmäßig entsprechend ihren Ansprüchen zu beteiligen. Er ist vielmehr lediglich Instrument der Parteien zur technischen Erleichterung, so daß die Erfüllung der Termingeschäfte nicht ihm, sondern den betreffenden Parteien obliegt.

2. Abwicklung bei Zahlungsunfähigkeit des Mitgliedes

Anders als die vergleichbaren Einrichtungen in Deutschland hat der Liquidationsverband über obige Aufgabe hinaus kein Garantiefunktion, so daß sich das Abwicklungsverfahren bei Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedes notwendig von dem in Deutschland üblichen unterscheidet.
Schon bei Säumigkeit der betreffenden Partei bei der Abwicklung, oftmals ein Zeichen für schlechte Liquidität, hat die Zentralstelle die Pflicht, den Vorstand des EBV davon in Kenntnis zu setzen, § 8 RTC, der verpflichtet ist, daraufhin die geeigneten Maßnahmen zu treffen.

---

1) vgl. §§ 1,2 des 'Spezialreglements der Baseler Börse für die Ultimoliquidation durch eine Zentralstelle'.

Zeigt sich, daß das betreffende Mitglied zahlungsunfähig ist, so hat das dessen Ausscheiden aus dem Liquidationsverband zur Folge und damit auch den Verlust der Liquidationsmöglichkeit durch die Zentralstelle.
Für die in der Liquidation befindlichen Geschäfte bedeutet das, daß der Börsenvorstand die Pflichten des Mitgliedes übernimmt und die Liquidation ausführt, wobei ihm zur Bewirkung des fälligen Ausgleichs nur die von der betreffenden Partei geleistete Kaution zur Verfügung steht. Reicht die Kaution nicht aus, so greift das übliche Zwangsverfahren gem. §§ 31 ff ZU ein.[1)]
Ein Eintritt des Liquidationsverbandes darüberhinaus ist schon wegen des fehlenden Eigenvermögens weder vorgesehen noch möglich.
Da neben den allgemeinen auf Grund der Mitgliedschaft im EBV zu leistenden Kautionen von den Mitgliedern des Liquidationsverbandes keine weiteren speziell die Termingeschäfte betreffende Kautionen verlangt werden, andererseits auch seitens des Liquidationsverbandes oder der Zentralstelle keinerlei Erfüllungsgarantie übernommen wird, stellt sich das Liquidationsverfahren für Termingeschäfte an der Zürcher Effektenbörse als reines Abwicklungsverfahren dar.
Durch das Fehlen der Garantiefunktion unterscheiden sich daher die Aufgaben der Züricher Liquidationseinrichtungen deutlich von denen der deutschen Wertpapierbörsen.

---

1) Rossi-Naef, S. 87

IV. Maßnahmen zum Schutz der am Terminhandel beteiligten Parteien, insbesondere im Hinblick auf das Erfüllungsrisiko

Wie im deutschen Börsenverkehr stehen auch an der Zürcher Effektenbörse zwischen Börse und Publikum die Banken,[1] die entweder als Ringbank die Kundenorders direkt an der Börse ausführen bzw. anderenfalls ihre Ringbank damit beauftragen.
Auf Grund Zi. 9 der Schweizer AGB Banken tritt bei der Ausführung der Aufträge für den An- und Verkauf von in- und ausländischen Titeln die Bank dem Klienten gegenüber in der Regel als Selbstkontrahent auf, d.h. als Kommissionär mit Selbsteintrittsrecht.[2]
Geht man von dem Normalfall, der Beauftragung einer Ringbank, aus, so ergeben sich, abgesehen von dem Kommissionsverhältnis bei Ausführung des Auftrags, zwei unabhängige kaufrechtliche Beziehungen.
Auf Grund des Selbsteintrittsrechts der Bank wird zunächst zwischen Klienten und Bank ein Kaufvertrag abgeschlossen, Art. 436 I OR, das sog. Außengeschäft; danach wird die Ringbank am Ring ein entsprechendes Deckungsgeschäft tätigen, ebenfalls ein Termingeschäft, das im Gegensatz zum Außengeschäft als Innengeschäft bezeichnet wird.
Da das Erfüllungsrisiko den Teilnehmers weder im Innen- noch im Außengeschäft durch eine der deutschen Liquidationskasse vergleichbare Garantieeinrichtung genommen ist, soll im folgenden untersucht werden, durch welche Maßnahmen dennoch ein Schutz der Teilnehmer bei Konkretisierung dieses Risiko erreicht wird.

---

1) vgl. Clerici, S. 129

2) Oser-Schönenberger, Art. 436 Anm. 4 ff; Rossi-Naef, S. 88

1. Schutz der Parteien im Außengeschäft

Der Schutz des Klienten bei Nichterfüllung der beauftragten Bank als Mitglied des EBV ist gewährleistet durch eine Realkaution, die bei Antragstellung zur Bewilligung zum gewerbsmäßigen Handel an oder außerhalb der Börse durch das betreffende Institut gem. §§ 6, 17 WG i.H. von sFr 30.000,- bei der Finanzdirektion des Kantons Zürich zu hinterlegen ist. Diese Kaution soll haften 'für die Erfüllung der Verpflichtungen aus denjenigen Geschäften, für die die Bewilligung erteilt wurde, ferner für allfällige Bußen', § 7 WG.
Zwar ist dem Wortlaut nicht direkt zu entnehmen, daß Nutznießer dieser Kaution lediglich der Klient sein soll, jedoch geht das schon zunächst aus dem Zweck des WG hervor, vor allem das Publikum vor unlauterem Geschäftsgebaren im Handel mit Wertpapieren zu schützen.[1)]
Eine Verwendung dieser Kaution auch zur Befriedigung von Ansprüchen anderer Mitglieder, also innerhalb des Innenverhältnisses, läßt sich zudem unter Hinweis auf § 34 ZU verneinen, der in der abschließenden Aufzählung der den Mitgliedern zur Befriedigung ihrer Ansprüche zur Verfügung stehenden Möglichkeiten diese Kaution nicht nennt.

Die Inanspruchnahme der Kaution ist gem. § 7 II WG durch eine besondere Rechtsverordnung[2)] geregelt. Danach muß der fällige Anspruch durch den Klienten beim Börsenkommissariat gemeldet, dort in Zusammenarbeit mit dem Börsenvorstand geprüft und schließlich durch die Volkswirtschaftsdirektion bekanntgemacht werden.

---

1) Wirz, S. 30

2) 'Verordnung über die Beanspruchung der Kautionen von Vermittlern im Verkehr mit Wertpapieren'

Nach Feststellung aller daraufhin von anderen Klienten geltend gemachten Ansprüche wird die Kaution nach einem eigens aufgestellten Verteilungsplan an die Gläubiger ausbezahlt. Die Forderung der Klienten stehen dabei gleichberechtigt nebeneinander.

Bei Konkurs des Kautionsstellers fällt die gesamte Kaution in die Konkursmasse; die Ansprüche können dann nur noch im Konkursverfahren geltend gemacht werden.

Durch die Ausführung des Termingeschäfts übernimmt ebenfalls die Bank gegenüber ihrem Klienten ein unter Umständen erhebliches Risiko.
Dieses Risiko ist insofern besonders ausgeprägt, als sich in der Zeit zwischen Abschluß und Erfüllung des Termingeschäftes die finanziellen Belange des Auftraggebers so verschlechtert haben können, daß er am Ultimo nicht mehr in der Lage ist, seinen Verpflichtungen nachzukommen.
Eine gesetzliche Verpflichtung zur Hinterlegung von Sicherheiten, etwa wie es § 54 BG für den Fall der bei einer Partei fehlenden Börsentermingeschäftsfähigkeit anordnet, ist im Schweizer bzw. Zürcher Recht nicht vorgesehen. Es ist daher Sache der beauftragten Bank, sich von ihrem Klienten Sicherheiten zu beschaffen. Ob und wenn, in welcher Höhe solche Sicherheiten gefordert werden, ist abhängig vom Konjunkturrisiko und der Bonität und Kreditfähigkeit des Klienten.
Für den Fall, daß der Klient über das Einzelgeschäft hinaus ein Wertpapierdepot bzw. ein Guthabenkonto bei der beauftragten Bank unterhält, wird sich die Bank regelmäßig daran durch formularmäßige 'Allgemeine Faustpfand-Verschreibung' ein Pfandrecht gem. Art. 884 ff ZGB einräumen lassen. Der Sicherungswert des Depots entspricht dabei seinem Beleihungswert im Fall der Inanspruchnahme eines Wertpapierkredites.

Besteht ein solches Depot bzw. Konto nicht, wird die Bank Sicherheiten verlangen, und zwar bei festen Termingeschäften wie bei Kassageschäften auch nach Nationalität und Bonität des Wertpapieremittenten zwischen 30-50 % des ausmachenden Betrages. Bei Terminverkäufen wird, sofern das zu liefernde Papier noch nicht angeschafft ist, bis zur Lieferung der Werte der Verkaufserlös gesperrt.[1] Neben diesen im Bankverkehr gebräuchlichen Möglichkeiten stehen dem Bankier natürlich alle die Möglichkeiten offen, die das Privatrecht zur Absicherung eines Anspruchs zuläßt.

2. Schutz der Parteien im Innengeschäft

Gem. § 23 der Statuten muß jeder Börsenagent, in der Praxis also jede der 26 zugelassenen Ringbanken,[2] als Mitglied des EBV eine Realkaution i.H. von sFr 30.000,- bei einer zu bezeichnenden Bank hinterlegen. Diese Kaution ist in bar oder in leicht realisierbaren, an der Zürcher Börse kotierten Wertpapieren zu entrichten. Neben der Erfüllung der vom Vorstand des EBV verhängten Konventionalstrafen haftet diese Kaution 'als Garantie für die richtige Abwicklung der unter Mitgliedern des EBV abgeschlossenen Geschäfte', somit nur im Innengeschäft.

Die Inanspruchnahme dieser Kaution richtet sich gem. § 26 der Statuten nach den §§ 31 ff ZU. Danach ist zunächst jedes Mitglied des EBV verpflichtet, im Fall der Kenntniserlangung vom Zahlungsverzug eines Mitgliedes davon sofort den Vorstand des EBV zu benachrichtigen. Der Vorstand setzt nach Ermes-

---

1) Hartmann/Martens, S. 94

2) vgl. Vorstandsbericht 1971 der Zürcher Effektenbörse, S. 3

sen dem säumigen Mitglied eine Frist von 24 Stunden oder aber beruft sofort eine Generalversammlung ein mit dem Ziel, sich Klarheit über die Höhe des Gesamtengagements mit anderen Mitgliedern zu schaffen. Daneben hat das insolvente Mitglied dem Vorstand eine Liste vorzulegen, die neben den bei Zahlungseinstellung noch nicht abgewickelten Komptantgeschäften Auskunft über alle noch laufenden festen Termingeschäfte bzw. Prämiengeschäfte Auskunft gibt.
Während die Komptantgeschäfte dann nach Androhung der Exekution glattgestellt werden, gelten die festen Termingeschäfte als verfallen. Nach erfolgter Exekution werden sie am folgenden Tag kompensiert, d.h. Titel, die zur Abwicklung schwebender Geschäfte an das insolvente Mitglied geliefert werden sollten, werden soweit als möglich den Mitgliedern aufgegeben, denen solche Titel aus der Liquidation von dem insolventen Mitglied zugestanden hätten. Die nicht-kompensierbaren Titel werden an der Börse verkauft. Die Prämiengeschäfte laufen bis zum Erklärungstag weiter und werden erst dann reguliert.

Schuldet nach Feststellung und Verrechnung sämtlicher durch Kompensation und Exekution erlöster Beträge ein Mitglied noch einen Betrag an den Insolventen, so zahlt es diesen unter Verzicht auf eine mögliche Aufrechnung gegen anderweitige Forderungen auf ein besonderes Konto ein. Dieses Guthaben kann zur Befriedigung herangezogen werden, jedoch nachrangig nach der Kaution und dem Anteil des insolventen Mitgliedes am Vereinsvermögen, § 36 III ZU.
Ergibt sich andererseits eine Forderung gegen das zahlungsunfähige Mitglied, und das ist der Regelfall, so haftet hierfür zunächst die Kaution, die, soweit sie nicht aus Bargeld bestand, inzwischen realisiert worden ist. Die Auszahlung an die Gläubiger wird nach Feststellung und Richtigbefund aller Ansprüche gem.

§ 25 der Statuten vorgenommen. Die Forderungen stehen ebenfalls gleichrangig nebeneinander.
Hat ein Mitglied jedoch seine Anzeigepflicht grobfahrlässig verletzt oder aber seine Forderung nicht innerhalb der dafür bestimmten Zeit gemeldet, so wird seine dem Grund nach erstrangige Forderung erst nach allen anderen befriedigt, § 37 ZU.

Dieses Verfahren der zwangsweisen Glattstellung des Engagements und der darauf folgenden Befriedigung hat sich in der Vergangenheit gut bewährt; glücklicherweise brauchte es seit den frühen 30iger Jahren nicht mehr angewandt zu werden.[1)]

Wie ein letzter Fall vor etwa 10 Jahren in Basel gezeigt hat, scheint es aber auch heute noch praktikabel zu sein.
Sein Vorteil trotz der Härte der schnellen Exekution liegt nämlich darin, daß innerhalb kürzester Zeit die Ruhe und das Vertrauen unter den Mitgliedern wieder hergestellt ist. Eine Form der Gläubigerbegünstigung zu Gunsten der Gläubiger aus Börsengeschäften, also der Mitglieder des EBV, kann in der zwangsweisen Glattstellung zwischen den Mitgliedern auch nicht gesehen werden.[2)]
Im Zusammenhang mit der Kaution stellt eine weitere Sicherung im Innengeschäft die mit einem Pool von Versicherungen abgeschlossene Kautionsversicherung dar,[3)] eine Maßnahme, die im Zusammenhang mit der Wiedereinführung des Terminhandels in der Bundesrepublik diskussionsweise angeregt wurde.[4)]

---

1) Clerici, S. 129
2) Rossi-Naef, S. 86
3) Rossi-Naef, S. 83
4) Pook-Bericht, S. 8

3. Weitere gesetzliche Schutzvorkehrungen

Neben den genannten, hauptsächlich das Erfüllungsrisiko betreffenden Maßnahmen hat der kantonale Gesetzgeber im WG weitere Anordnungen getroffen, um den zumeist unerfahrenen Anleger zu schützen und die Korrektheit des Handels zu gewährleisten.
Klassische Maßnahmen in diesem Sinne sind die Zulassungserfordernisse für Börsenagenten wie für die den Gegenstand des Handels bildenden Wertpapiere.
Gem. § 3 WG ist der gewerbsmäßige Handel in Wertpapieren an und außerhalb der Börse von einer staatlichen Genehmigung abhängig.
Einen Anspruch auf Bewilligung haben nur Personen, die im Besitz der bürgerlichen Ehren und Rechte stehen, die einen guten Ruf genießen, die erforderlichen fachmännischen Kenntnisse besitzen und deren Geschäft reellen kaufmännischen Grundsätzen entspricht.
Durch diese Voraussetzungen, die weitgehend denen entsprechen, die bei Beantragung auf Zulassung zum Börsenbesuch mit dem Recht zur dauernden Teilnahme am Börsenhandel auch nach deutschem Börsenrecht[1] an den Antragsteller gestellt werden, wird erreicht, daß nur solche Personen Börsenagenten werden, deren Ruf sowie fachliche Qualifikation eine reelle Geschäftsabwicklung gewährleisten. Besonders hierin wird der gewerbepolizeiliche Charakter des WG deutlich.[2]

Der offizielle Handel findet nur in Wertpapieren statt, die an der Zürcher Effektenbörse kotiert, d.h. zum offiziellen Börsenhandel zugelassen sind, § 1 ZU.
Über die Kotierung sowie deren Streichung entscheidet der Vorstand des EBV nach Vorlage von Unterlagen der

---

1) vgl. §§ 13 ff F'furt; §§ 10 ff BO D'dorf
2) Motschmann, S. 10; Hunold, S. 15

Emmittenten, aus denen im wesentlichen die Eigentumsverhältnisse, die wirtschaftliche und finanzielle Lage des Unternehmens, sowie seine Entwicklungsaussichten hervorgehen.[1)]
Durch diese Prüfung, die durch eine ständige Überwachung fortgesetzt wird, läßt sich erreichen, daß nur solche Wertpapiere dem Anleger angeboten werden, denen außer einem normalen Spekulationsrisiko keine Gefahr aus unsicherer oder unseriöser Geschäftsführung anhaftet.[2)]

Da der Terminhandel in Zürich Teil des offiziellen Handels ist, gelten diese Kotierungsregelungen auch für das Termingeschäft. Besondere, dem § 50 BG vergleichbare Regelungen sind im Schweizer Börsenrecht unbekannt.
Wenn somit auch theoretisch der Terminhandel in allen kotierten Wertpapieren erfolgen kann, so gelten in der Praxis doch gewisse Einschränkungen.
Zunächst werden Termingeschäfte in Obligationen wegen der geringen Kursschwankungen nicht bzw. selten abgeschlossen. Ebenfalls nicht gehandelt - wenn auch nur auf Grund eines 'gentlemen's agreement'[3)] - werden Aktien von Bank- und Versicherungsunternehmen, sowie Genußscheine und Anteile von nicht voll eingezahlten Namensaktien.[4)]

Neben diesen allgemein für den Börsenhandel zutreffenden Maßnahmen enthält das WG in § 16 Verbote, die z.T. nur den Terminhandel angehen.
So ist dem Börsenagenten gem. § 16 Zi. 6 WG untersagt, Termingeschäfte, die sich als offensichtliche Spekula-

---

1) Wirz, S. 46
2) Obst/Hintner, S. 542
3) Clerici, S. 131
4) Hartmann/Martens, S. 93

tion kennzeichnen, mit oder für Rechnung von Beamten und Angestellten des Bundes, der Kantone oder der Gemeinden, sowie mit oder für Rechnung von Geschäftsangestellten ohne schriftliche Bewilligung von Geschäftsinhaber abzuschließen. Sinn dieses kantonalen Abschlußverbotes ist weniger der Schutz des Beamten bzw. Angestellten, als vielmehr der des Staates und der Geschäftsinhaber, die im Falle eines negativen Ausgangs der Spekulation der Gefahr ungesetzlicher gegen sie gerichteter Taten ihrer Untergebenen, wie Veruntreuungen usw.,[1] ausgesetzt wären. Notwendig war nämlich ein solches Verbot geworden - ein entsprechendes Verbot enthielt schon das alte WG von 1896 -, nachdem verschiedene höhere Beamte sich verspekuliert und, um sich das notwendige Geld zu beschaffen, in unsaubere Geschäfte eingelassen hatten.[2]

Weiterhin ist gem. § 16 Zi. 10 WG dem Börsenagenten untersagt, feste Termin- und Prämiengeschäfte mit oder für Personen abzuschließen, deren Identität vom Beauftragten vorher nicht festgestellt wird oder deren Mittellosigkeit bzw. Zahlungsunfähigkeit bei Entgegennahme des Auftrags dem Beauftragten bekannt war oder bei gehöriger Sorgfalt hätte bekannt sein können.
Dieses Abschlußverbot enthält zwei Schutzrichtungen. Einmal soll der Teilnehmer davor geschützt werden, daß er seiner Ansprüche im Fall der günstigen Spekulation mangels Kenntnis des Gegenkontrahenten verlustig geht. Daneben soll der Mittellose geschützt werden, der in der Hoffnung auf schnellen Gewinn ohne großen

1) Henggeler, S. 55
2) Henggeler, S. 57

Kapitaleinsatz sich oftmals nur noch weiter ins Elend begibt, wie auch sein Gegenkontrahent, der an einer prompten Erfüllung der Geschäfte und insofern an einem zahlungsfähigen Kontrahenten interessiert ist.

Komptantgeschäfte, die zur Umgebung solcher verbotenen Termingeschäfte abgeschlossen werden, sind gem. § 16 Zi. 11 WG ebenfalls verboten.

Diese genannten Abschlußverbote für den Terminhandel äußern als Maßnahme der Kantone und damit Maßnahmen auf dem Gebiet des öffentlichen Rechts[1] keine zivilrechtlichen Wirkungen,[2] sie sind also nicht widerrechtlich i.S. des Art. 20 OR, sondern rechtswirksam, wenn auch gegebenenfalls nur als unvollständige Obligation (Naturalobligation).
Ein Vergleich etwa mit der Börsentermingeschäftsfähigkeit schlägt daher auch fehl.
Die Macht des kantonalen Abschlußverbotes endet jenseits der Kantonsgrenzen, so daß z.B. der Angestellte, der Termingeschäfte mit offensichtlichem Spekulationscharakter abschließen will, sich dafür nur eines außerkantonalen Vermittlers bedienen braucht.

---

1) vgl. Wirz, S. 98 ff.
2) BGE 57 II, 407 (416)

5. Abschnitt

Abschließende Gegenüberstellung und Vorschläge zur Erweiterung des deutschen Optionshandels

I. Prämiengeschäft - Optionsgeschäft, zwei ähnliche BTGe?

Wenn häufig von der großen Ähnlichkeit des Prämien- und des Optionsgeschäfts gesprochen wird,[1] - z.T. werden beide als kontinentale bzw. anglo-amerikanische Ausprägung des gleichen Systems dargestellt[2] -, so erscheint doch fraglich, ob bzw. in welchem Umfang eine solche Aussage zutreffend ist. Von Bedeutung ist eine Feststellung hierzu für die Frage, inwieweit Anregungen für das Optionsgeschäft aus der Erfahrung mit dem Prämiengeschäft übernommen werden können.

1. Das Spekulationsrisiko für die Parteien des Prämien- und des Optionsgeschäfts

Neben dem kreditpolitischen Aspekt nahm bei der Einführungsdiskussion wesentlichen Raum die Frage ein, wie das Spekulationsrisiko insbesonders für den kleinen Anleger in erträglichem Umfang gehalten werden konnte. Anders als die Frage der Verminderung des Erfüllungsrisikos, das unabhängig von der Rechtsform der BTGe durch entsprechende Garantieeinrichtungen gedämpft werden konnte, mußte die Frage nach dem Spekulationsrisiko wegen der unterschiedlichen Rechtsstruktur der BTGe bei jedem einzelnen BTG anknüpfen.

Hierbei zeigt sich, daß die eingangs in Frage gestellte Ähnlichkeit beider BTGe jedenfalls insoweit gegeben ist, als das Spekulationsrisiko bei beiden Geschäften in nahezu gleicher Höhe besteht.

---

1) Hartmann-Martens, S. 54; Schlicht, S. 57

2) Oldemeyer, S. 15

Auf der Seite der Stillhalter, die weder die Ausübung des Rechts noch die Entscheidung im Rahmen des Wahlrechts beeinflussen können, ergibt sich ein gleiches Kursrisiko, das nur vermindert wird in Höhe der Prämie bzw. des Optionspreises.
Praktisch wird damit allerdings eine ausreichende Risikoverminderung auf seiten der Stillhalter erreicht.

Kleine Unterschiede, deren Auswirkung, wenn überhaupt, so doch minimal sind, ergeben sich hingegen auf seiten der Berechtigten.
Theoretisch zumindest trägt der Optionsberechtigte die Gefahr, die Ausübung seines Optionsrechts innerhalb der Optionsfrist zu versäumen mit der Folge, daß die Option verfällt.
Dahingegen kann der Gläubiger eines Prämiengeschäfts ruhig den Erklärungstag versäumen, da in diesem Fall sein Wille als stillschweigend geäußert entsprechend dem Tageskurs angenommen wird.
Gegen die Versäumung der Ausübungserklärung schützt sich indes der Optionsberechtigte regelmäßig durch einen Ergänzungsauftrag dergestalt, daß bei einer bestimmten Kurssituation die Option für ihn ausgeübt werden soll.[1)]

Davon abgesehen ist das Spekulationsrisiko bei beiden BTGe gleichermaßen begrenzt, hier in Höhe der Prämie dort in Höhe des Optionspreises.
Läßt man die möglichen Gegengeschäfte außer acht, so konkretisiert sich dieses Risiko in voller Höhe immer dann, wenn sich der Kurs nicht bzw. entgegen der Spekulationsrichtung bewegt.
Da in diesen Fällen der Gläubiger eines Prämiengeschäftes abandonnieren wird, somit für ihn die Prämie fällig wird, bzw. der Optionsberechtigte sein Options-

---

1) vgl. Formular 3,4 Leitfaden, Anlage V
Bley, S. 36

recht verfallen lassen wird, ergibt sich für beide ein maximales Risiko in Höhe der Prämie bzw. des Optionspreises.

2. Der unterschiedliche Rechtscharakter und seine Folgen

Abgesehen von ihrer Eigenschaft, BTG zu sein, ergeben sich hinsichtlich der rechtlichen Ausgestaltung beider Formen nahezu keine Gemeinsamkeiten.

Während das Prämiengeschäft ein eingliedriges Schuldverhältnis mit Wahlrecht zu Gunsten des Gläubigers ist, besteht das Optionsgeschäft aus zwei selbständigen, rechtlich voneinander unabhängigen Rechtsverhältnissen, nämlich der Einräumung des Optionsrechts vermittels des Optionsvertrages sowie des normalen Wertpapiergeschäfts nach Ausübung der Option.
Daraus folgen letztlich weitere Unterschiede im Hinblick auf die Fälligkeit des Optionspreises bzw. der Prämie sowie den Zeitpunkt der Erklärung, der beim Prämiengeschäft an einem bestimmten Tag vor dem Ultimo erfolgen muß, beim Optionsgeschäft dagegen innerhalb einer vereinbarten Frist, der Optionsfrist.[1)]

Aus der erstgenannten unterschiedlichen Rechtsform beider BTGe ergeben sich für die weitere Behandlung z.T. wesentliche Unterschiede, von denen als für den wirtschaftlichen Bereich repräsentativ zwei Gebiete herausgegriffen werden sollen, das Gebiet des Konkursrechts sowie das der steuerlichen Erfassung beider Geschäfte.

a. Die Behandlung im Konkurs

Gem. § 18 KO gilt für Prämiengeschäfte, die regelmäßig als Fixgeschäfte abgeschlossen werden, die Ausnahme, daß entgegen der normalen Regelung des § 17 KO das Recht, Erfüllung zu verlangen, immer dann ausge-

---

1) Bley, S. 17

schlossen ist, wenn der Zeitpunkt des Liefertermins hinter der Eröffnung des Konkurses liegt.

Geltend gemacht werden kann nur eine Forderung wegen Nichterfüllung, deren Höhe sich bemißt nach der Differenz zwischen Kaufkurs und dem Kurs, der 2 Börsentage nach Eröffnung des Konkurses an dem Börsenplatz festgestellt worden ist, an dem das Prämiengeschäft zu erfüllen gewesen wäre.
Sollte sich eine solche Differenz zu Gunsten der Masse ergeben, so wird sie der Masse einverleibt, im anderen Fall wird sie mit einer nicht bevorrechtigte Konkursforderung gegen die Masse geltend gemacht.[1)]

Auf Grund seines unterschiedlichen Rechtscharakters ergibt sich für das Optionsgeschäft im Falle des Konkurses einer der beteiligten Parteien eine andere Lösung.
Grundsätzlich ist zunächst das Optionsrecht, das durch den Optionsvertrag eingeräumt wurde, übertragbar und daher verwertbares Vermögensaktivum, das in die Konkursmasse fällt. Daraus folgt, daß der Konkursverwalter die Option ausüben oder auch weiter übertragen kann.
Übt er die Option aus, so sind die Verpflichtungen zu Lasten der Masse Masseschulden gem. § 59 I, II KO.

Die Ausübung stellt sich hier dar als Erfüllungsverlangen i.S. des § 17 KO,[2)] wenn auch dem Stillhalter das Recht, Erklärung des Konkursverwalters zu fordern, nicht zusteht.

Ist umgekehrt der Gemeinschuldner Stillhalter und übt der Berechtigte durch Erklärung gegenüber dem Konkursverwalter die Option aus, kann der Konkursverwalter gem. § 17 KO wählen, ob er anstelle des Gemeinschuldners den Vertrag erfüllen will oder nicht.

---

1) Pagenstecher-Grimm, S. 54

2) Henrich, S. 283

Wählt er, was in der Praxis aus gegebenen Gründen nicht vorkommen wird, Erfüllung, so wird die ihn treffende Verpflichtung Masseschuld, lehnt er die Erfüllung ab, so kann der Berechtigte seinen Schadensersatzanspruch wegen Nichterfüllung zur Konkursmasse anmelden.[1)]

b. Aspekte für die steuerliche Behandlung

Ausgangspunkt für die Überlegungen hinsichtlich der Besteuerung muß ebenfalls die unterschiedliche Rechtsform beider BTGe sein.
Verdeutlicht werden soll das zunächst am Beispiel der Börsenumsatzsteuer (BUSt).

Gem. §§ 17,18 Kapitalverkehrssteuergesetz (KVStG) unterliegt der BUSt der Abschluß von Anschaffungsgeschäften über Wertpapiere, somit alle entgeltlichen Verträge, die auf den Erwerb des Eigentums an Wertpapieren gerichtet sind. Geht man davon aus, daß dem Gläubiger eines Prämiengeschäfts ein Wahlrecht zwischen zwei Leistungen zugebilligt wird und daß lediglich das eine Geschäft, nämlich die Lieferung bzw. Abnahme von Wertpapieren ein der BUSt unterliegendes Anschaffungsgeschäft darstellt, so ergibt sich, daß nur im Fall der Wahl der Lieferung bzw. Abnahme und auch erst dann ein mit BUSt zu belegender Vorgang anfällt.[2)]

Wenn man auch beim Optionsgeschäft etwa zum gleichen Ergebnis, nämlich nur dann zum Anfall von BUSt kommt, wenn die Option ausgeübt wird, so ist der Weg dahin jedoch ein ganz anderer.
Grundsätzlich fällt durch das 'Einräumungsgeschäft' keine BUSt an, da hierin noch kein Anschaffungsge-

---

1) Henrich, S. 291

2) Künzel, Börsentermingeschäfte, S. 135

schäft in obigem Sinne gesehen werden kann.[1)]

Wenn nun mit dem durch Ausübung der Option entstandenen Wertpapiergeschäft ein börsenumsatzsteuerpflichtiges Geschäft entstanden ist, so wird es nicht etwa als 'Ausübungsgeschäft im Rahmen eines Optionsgeschäfts' versteuert, sondern als normales per Kasse abgeschlossenes Wertpapiergeschäft.[2)]
Anders als beim Prämiengeschäft, bei dem der zu versteuernde Prämienkurs praktisch die Prämie als 'ecart' enthält, ist hierbei Bemessungsgrundlage lediglich der Kaufpreis, der in seiner Höhe dem Basispreis entspricht.

Für den Optionspreis fällt somit keine Steuer an.
Zwar liegt hier an sich ein mehrwertsteuerpflichtiger Vorgang vor,[3)] jedoch hat der Bundesminister für Finanzen mit Erlaß vom 10. März 1970 angeordnet, daß börsenmäßige Optionen gem. § 131 AO aus sachlichen Billigkeitsgründen, zunächst zeitlich begrenzt, als umsatzsteuerfrei i.S. des § 4 Nr. 8 Umsatzsteuergesetz (UStG) zu gelten haben.[4)]
Diese Entscheidung war notwendig geworden, weil man wegen der steuerlichen Belastung hinsichtlich der Entwicklung des Optionsgeschäfts an deutschen Börsen ernstlich Befürchtungen hatte.[5)]

Da bei einem Wahlrecht die gewählte Leistung als von Anfang an geschuldet gilt, ergeben sich weiterhin zwischen beiden BTGen Unterschiede im Hinblick auf den Anfall von Einkommenssteuern wegen vereinnahmter Spekulationsgewinne.
Gem. §§ 22 Zi. 2, 23 Einkommensteuergesetz (EStG) sind Gewinne aus Spekulationsgeschäften in bestimmten

---

1) BB 70, 611
2) Künzel, Option, S. 236
3) Künzel, Option, S. 237
4) vgl. BB 70, 386; 1527
5) Kulke, S. 312

Wertpapiergattungen einkommensteuerpflichtig, wenn der Zeitraum zwischen Anschaffung und Veräußerung nicht mehr als 6 Monate beträgt oder wenn die Veräußerung früher erfolgt als der Erwerb.
Nach h.M.[1] kommt es für den Zeitpunkt der Anschaffung nicht auf den Erfüllungszeitpunkt an, sondern auf den Zeitpunkt, an dem der Erwerber erstmals die betreffenden Werte auf Grund des obligatorischen Vertrages 'an der Hand', d.h. einen Anspruch auf Lieferung hat.

Gilt aber die gewählte Leistung als von Anfang an geschuldert, so muß beim Prämiengeschäft, ähnlich wie beim Festgeschäft, die Spekulationsfrist schon mit Abschluß des Prämiengeschäfts einsetzen.

Anders ist das beim Optionsgeschäft.
Zunächst kann schon in der grundsätzlich möglichen Veräußerung des Optionsrechts ein Spekulationsgewinn liegen.
Von Bedeutung ist aber vielmehr, daß nicht die Einräumung, sondern lediglich die Ausübung als Anschaffungsgeschäft anzusehen ist, so daß die Spekulationsfrist erst mit Ausübung der Option beginnt.[2]

Natürlich ist diese Frist weder beim Optionsgeschäft noch beim Prämiengeschäft von großer Bedeutung, da beide Geschäfte weniger zur Anschaffung und damit zum längerfristigen Verbleib der Wertpapiere bei den Parteien gedacht sind, als vielmehr zur Spekulation und damit zum baldigen Weiterverkauf zwecks Sicherstellung von Kursgewinnen. Spekulationsgeschäfte i.S. des § 23 EStG können daher beim Optionsgeschäft nur gegeben sein, wenn ein Optionsrecht innerhalb der Spekulationsfrist veräußert wird, wenn Wertpapiere auf Grund der Ausübung einer Verkaufsoption veräußert werden, die innerhalb der Spekulationsfrist angeschafft worden sind, oder wenn Wertpapiere, die auf Grund

---

1) Blümich-Falk, § 23 Anm. 33 m.w.N.

2) Blümich-Falk, § 23 Anm. 3 d

der Ausübung einer Kaufoption angeschafft worden sind, innerhalb der Frist veräußert werden.[1]

Für die Prämiengeschäfte kommt zudem hinzu, daß sie bei Abschluß von Gegengeschäften ohnehin unter § 23 II EStG fallen, wonach ohne Ansehung irgendwelcher Fristen Gewinne aus solchen Geschäften als Spekulationsgewinne der Einkommenssteuer unterliegen, bei denen die Veräußerung früher erfolgt als der Erwerb.[2]

c. Unterschiede in der praktischen Handhabung

Weitere Unterschiede, die sich ebenfalls aus der Rechtsform beider BTGe ergeben, die aber schon für die praktische Handhabung von Bedeutung sind und folglich auch direkt Niederschlag in den betreffenden Vorschriften gefunden haben, sind einmal die unterschiedliche Fälligkeit der Prämie bzw. des Optionspreises und zudem der Umstand, daß das Prämiengeschäft einen Erfüllungszeitpunkt, den Ultimo bzw. Medio, kennt, dem Optionsberechtigten hingegen offensteht, innerhalb einer bestimmten Frist, der Optionsfrist, sein Recht auszuüben.
Die Frage der unterschiedlichen Fälligkeit der Prämie entspricht ihrem Rechtscharakter als einer der geschuldeten Leistungen, so daß die Prämie daher, wie die Lieferung oder Abnahme der Wertpapiere, auch erst zum Ultimo fällig werden kann.
Demgegenüber ist der Optionspreis als Gegenleistung für die Einräumung des Optionsrechts mit Abschluß des Optionsgeschäfts fällig.
Von wesentlicher Bedeutung für die Bevorzugung des Optionsgeschäfts im Rahmen der Einführungsdiskussion war der lange Erfüllungszeitraum, der sich bei Optionsgeschäften ergibt.

---

1) vgl. Erlaß des Finanzministers Niedersachsen v. 16.7.1973 - S 2256 - 3 - 311 zit. nach Handelsblatt v. 16.8.1973

2) Blümrich-Falk, § 23 Anm. 3 e

Der Vorteil gegenüber dem Prämiengeschäft liegt ganz wesentlich darin, daß dadurch zu besonderen Befürchtungen etwa vor Kapitalmarktanspannungen zu besonderen Stoßzeiten, nämlich zum Ultimo hin, kein Anlaß mehr bestand.
Durch die langgezogene Optionsfrist wird nämlich erreicht, daß nicht mehr an einem Ultimo erfüllt werden muß, sondern die Erfüllung des durch Ausübung des Optionsrechts zustande gekommenen Wertpapiergeschäfts während der gesamten Dauer der Optionsfrist anfallen kann.

Im Ergebnis kann daher festgestellt werden, daß zwar das Spekulationsrisiko bei beiden Termingeschäften nahezu gleich ist, daß jedoch im übrigen erhebliche Unterschiede bestehen, so daß auch Anregungen vom Prämiengeschäft auf das Optionsgeschäft nicht übernommen werden können.

II. Das Termingeschäft in Zürich und an deutschen Börsenplätzen

Stellt man die in Zürich üblichen Termingeschäfte den im deutschen Bereich vergleichbaren gegenüber, so ergeben sich hinsichtlich ihrer Rechtsnatur keine Unterschiede, die für die Durchführung der Geschäfte von Bedeutung wären. Da zudem das Schweizer OR in den für das BTG in Betracht kommenden Vorschriften denen des Schuldrechts des BGB entspricht, besteht zu einem Rechtsvergleich insoweit kein Anlaß.

Aufgabe der Gegenüberstellung soll vielmehr sein zu vergleichen, wie in beiden Bereichen die Probleme gelöst worden sind, die sich einmal aus der Ähnlichkeit der BTGe mit Differenzgeschäften ergeben, zum anderen aus der Verpflichtung der Gesetzgeber, das Erfüllungs- und Spekulationsrisiko dieser gefährlichen Börsengeschäfte für die Teilnehmer zumindest zu vermindern.

1. Börsentermingeschäft und Differenzeinwand

Im Schweizer OR, Art. 513 II, wie auch im deutschen BGB, §§ 764, 762, wird die Klagbarkeit aus solchen Lieferungsgeschäften über Börsenpapiere abgelehnt, die sich als Spiel oder Wette darstellen, weil sie nicht auf den Austausch von Leistungen, sondern lediglich darauf gerichtet sind, die Differenz aus Abschlußkurs und Tageskurs an den 'Gewinner' zu leisten.

Der Grund für die Ähnlichkeit von BTGen mit diesen sog. Differenzgeschäften ergibt sich daraus, daß das BTG weniger im Hinblick auf spätere effektive Erfüllung abgeschlossen wird als auf die Ausnutzung von Kursschwankungen innerhalb einer Liquidationsperiode, so daß es letztlich nach Abschluß eines günstigen Gegengeschäftes im Rahmen des Liquidationsverfahrens durch Zahlung der Kursdifferenz 'erfüllt' wird. Da es sich bei den BTGen jedoch um wirtschaftlich gerechtfertigte Börsengeschäfte handelt, hat der deutsche Börsengesetzgeber diese Geschäfte von der Furcht des Differenz-

einwandes befreit, wenn auch insoweit eingeschränkt, als gem. § 58 BG der Differenzeinwand nur für die BTGs ausgeschlossen sein soll, die offiziell, d. h. in zum BTH zugelassenen Wertpapieren, und verbindlich, also zwischen börsentermingeschäftsfähigen Personen, abgeschlossen sind. Durch diese Einschränkung im Hinblick auf die Qualität des zu handelnden Wertpapiers sowie die Erfahrenheit der Teilnehmer wird der Kreis der BTGs soweit eingeengt, daß letztlich nur noch der BTH in überwachten Wertpapieren innerhalb einer 'Börsenrechtssphäre' völlig ungehindert ist.
Gerechtfertigt ist der Ausschluß des Differenzeinwandes insoweit auch, als hier die Gefahr des Mißbrauchs zu Spielzwecken nicht mehr besteht.
Alle übrigen BTGs, die außerhalb dieses Bereichs liegen, bleiben weiterhin der Gefahr der Erhebung des Differenzeinwandes ausgesetzt.

Da der begrenzte Ausschluß des Differenzeinwandes im BG nur durch eine Vielzahl von Abgrenzungen erreicht werden konnte, ergibt sich als Nachteil dieser Regelung eine gewisse Unübersichtlichkeit der diesbezüglichen gesetzlichen Vorschriften. Als Vorteil steht dem jedoch der Schutz gegenüber, den der Anleger dadurch genießt, daß der Gesetzgeber strenge Anforderungen sowohl an die den Gegenstand des Handels bildenden Wertpapiere als auch an die Erfahrenheit der am BTH beteiligten Personen stellt.

Eine ähnliche den Differenzeinwand zumindest teilweise ausschließende Regelung kennt weder der eidgenössische noch der kantonale Schweizer Gesetzgeber.
Daher kann bei jedem in Zürich abgeschlossenen Termingeschäft der Differenzeinwand erhoben und zumindest vorläufig die Erfüllung verweigert werden. Zwar sind auch in Zürich den Börsenagenten Abschlüsse von Termingeschäften mit einem bestimmten Personenkreis verboten, jedoch berührt dieses Verbot nicht die zivilrechtliche Wirksamkeit eines dennoch abgeschlossenen Termingeschäfts und ist daher auch nicht etwa mit der Börsentermingeschäftsfähigkeit im Bereich der deutschen Börse zu vergleichen.

Stellt man die in beiden Rechtsbereichen im Zusammenhang mit dem Differenzeinwand getroffenen Regelungen gegenüber, so ergibt sich als Vorteil des im deutschen Bereich teilweise ausgeschlossenen Differenzeinwandes, daß die Parteien auf die Erfüllung der in bestimmten Grenzen abgeschlossenen BTGe vertrauen können.
Zwar kann auch noch innerhalb dieser Grenzen die Erfüllung durch die Erhebung des Termineinwandes zunächst verweigert werden, jedoch ist die an äußere Voraussetzungen gebundene Börsentermingeschäftsfähigkeit bzw. ihre Heilung weitaus einfacher festzustellen als die dem Geschäft möglicherweise zugrundeliegende Spielabsicht.
Hieraus resultiert als wesentliche Folge des teilweise ausgeschlossenen Differenzeinwandes eine größere Rechtssicherheit in diesem Bereich.
Als äußeres Merkmal hierfür mag die unterschiedliche Beanspruchung der Gerichte zu diesem Punkt gelten. Dabei ist auffällig, daß das Schweizer Bundesgericht sich wesentlich häufiger mit dem Problem des Differenzgeschäfts beschäftigen mußte[1] als das deutsche Reichsgericht bzw. der Bundesgerichtshof mit der Frage des Termineinwandes bzw. generell mit der Verbindlichkeit eines BTGs.

2. Die Verminderung des Erfüllungs- und Spekulationsrisikos nach Deutschem und Zürcher Börsenrecht

Die Frage nach der Verminderung des Erfüllungsrisikos wird für den Bereich deutscher Börsen mit dem Hinweis auf die Garantiefunktion der Liquidationskassen beantwortet. Zwar kennt auch die Zürcher Börse mit ihrem Liquidationsverband eine Art Garantieinstitut, jedoch besteht hier der Unterschied,

---

1) vgl. die auf S. 129 aufgeführte Rechtsprechung

2) Zum Differenzeinwand brauchte das RG nur vor Inkrafttreten des BG von 1896 Stellung zu nehmen, da seit dieser Zeit der Differenzeinwand für den Bereich der BTGe unter bestimmten Voraussetzungen ausgeschlossen war. Ob diese Voraussetzungen vorlagen, hatten die Gerichte soweit ersichtlich lediglich im Zusammenhang mit der Frage zu beantworten, wann eine am Handel beteiligte Person Kaufmann im Sinne des § 53 I BG ist; vgl. hierzu S. 63

daß die Verminderung des Erfüllungsrisikos durch Kautionen erreicht wird, die die Mitglieder des Verbandes zu hinterlegen haben und die der Verband für sie zur Deckung aus Verlusten lediglich verwaltet.
Zu beachten ist zudem, daß nach Zürcher Börsenrecht auch die Termingeschäfte vollwertige Börsengeschäfte sind und deshalb auch für ihre Erfüllung die im Rahmen der Zulassung zum Börsenhandel vom Börsenagenten hinterlegte Kaution mithaftet. Eine eigene Garantie seitens des Liquidationsverbandes ist nicht gegeben.

Demgegenüber erscheint das deutsche System der individuellen Sicherstellung der Durchführung kompliziert und unzweckmäßig, kompliziert insofern, als der Verkäufer einer Verkaufsoption im Einzelfall an die Kasse Sicherheit in individueller Höhe, nämlich bis zu 30 % des Engagements, auf Verlangen zu leisten verpflichtet ist, unzweckmäßig, weil der Verkäufer einer Kaufoption praktisch die Optionspapiere für die Dauer der Optionsfrist stillegen muß.

Im Hinblick auf die Ausschaltung des Erfüllungsrisikos der Banken bei Geschäften mit Kunden ergibt sich die Absicherung hier wie dort aus den Geschäftsbedingungen, zu denen das BTG abgeschlossen wird.
Unterschiedlich ist allerdings, daß der Klient einer Zürcher Bank auch ohne Mitglied des Liquidationsverbandes zu sein, gegen das Erfüllungsrisiko abgesichert ist, weil er bei Zahlungsunfähigkeit der Bank einen Anspruch gegen die von der Bank bei dem EBV eigens dafür hinterlegte Sicherheit geltend machen kann.

Für das Spekulationsrisiko, das durch die sich aus der Rechtsnatur des betreffenden BTGs ergebende Haftung begrenzt ist, ergibt sich wegen der insoweit bestehenden Übereinstimmung der vergleichbaren deutschen wie Zürcher BTGs kein Unterschied.

III. Vorschläge zur Erweiterung des deutschen Optionshandels

Etwa 3 Jahre nach der Aufnahme des Optionshandels an deutschen Börsen zeigt sich, daß sich die damals in die Einführung vielfach gesetzten Hoffnungen nicht oder nur zum Teil erfüllt haben.
So kam es nicht zu dem vom damaligen Ministerialdirektor im Bundeswirtschaftsministerium, Prof. Hankel, prophezeiten 'Lotto- und Totospiel des kleinen Mannes', insbesondere aber auch nicht zu der erwarteten Umsatzbelebung mit der daraus folgenden Nivellierung extremer Kursschwankungen.[1)]

Zwar hat sich der Optionshandel nach anfänglichen Schwierigkeiten - im ersten Jahr betrug sein Anteil am Gesamtumsatz etwa 1/2 % - zumindest im Vergleich zum Kassahandel überproportional entwickelt[2)], jedoch ist er bis heute über einen Anteil von bis zu 2 % noch nicht hinausgekommen.[3)]
Wenn sich damit auch der deutsche Optionshandel relativ gesehen etwa auf der Linie des New Yorker Optionshandels befindet[4)], so soll nicht verkannt werden, daß z. B. der Terminhandel an der Zürcher Effektenbörse ca. 30 % des Gesamtumsatzes ausmacht.

Daran gemessen hat sich allerdings die Entwicklung des Optionsgeschäfts in so engen Grenzen gehalten, daß eine Belebung aus eigener Kraft nicht wahrscheinlich ist.

Es sollen daher im folgenden Vorschläge zur Erweiterung des Optionshandels gemacht werden, die z. T. aus der Erfahrung mit dem alten deutschen BTG bzw. dem heutigen in Zürich Üblichen resultieren, z. T. aber auch aus Erfahrungen, die schon

---

1) BZ Nr. 138 v. 21.7.72

2) Frankfurter Wertpapierbörse Jahresbericht 1971, S. 18; zu den genauen Umsatzzahlen vgl. S. 57 ff

3) vgl. Handelsblatt vom 25.5.1973

4) BZ Nr. 138 v. 21.7.72

aus dem Optionsgeschäft in der bisherigen Form gewonnen sind.

Am Anfang aller Überlegungen muß die Einsicht stehen, daß das Optionsgeschäft als eines der möglichen Börsengeschäfte ohnehin abhängig ist von der Beteiligung des breiten Publikums an den Börsengeschäften überhaupt.
Insofern werden Werbemaßnahmen, die den Kapitalanleger auf die Börse aufmerksam machen sollen, natürlich auch Wirkungen auf den Optionshandel zeigen können.

Daneben würden sich andere äußerliche Verbesserungen, wie z. B. eine intensivere Aufklärung des Publikums über die Möglichkeiten des Optionshandels[1] oder aber auch eine zeitliche Vorverlegung des Optionshandels an der Börse vor den amtlichen Handel[2], ebenfalls positiv auf den Optionshandel auswirken können.

Im folgenden sollen jedoch nur Vorschläge gemacht werden, die den Optionshandel in seiner inneren Struktur betreffen.

Ansatzpunkte hierfür ergeben sich in erster Linie aus dem Teilnehmerkreis als dem Träger des Handels, dem Kreis der Optionspapiere als dem Objekt des Handels, sowie aus den diesen Handel reglementierenden Vorschriften.

1. Erweiterung des Kreises der Optionspapiere

Vergleicht man den Terminhandel in Zürich mit dem in der Bundesrepublik, so fällt auf, daß dort die Anzahl der Wertpapiere, in denen ein Terminhandel stattfindet, weitaus größer ist.
Zwar findet das z. T. seine Ursache darin, daß anders als in Zürich nach dem deutschen Börsenrecht über die normale Zulassung zum Börsenhandel hinaus für die Zulassung zum BTH eine besondere Zulassung erforderlich ist, jedoch ist der Kreis der Optionspapiere auch gegenüber den Papieren auffällig klein, die bis 1931 in Deutschland zum BTH zugelassen waren.

---

1) Kulke, S. 308

2) Stillger, S. 2

Es ist daher zunächst zu fordern, die Zahl der Optionspapiere erheblich zu erhöhen.
Dabei sollte die Frage nach dem Mindestnennkapital heute, nach dreijähriger Erfahrung mit dem Optionsgeschäft, nicht mehr die Rolle spielen, die ihr mit Recht zunächst zukam. Es hat sich nämlich gezeigt, daß die allzugroße Rücksichtnahme auf das breite Anlegerpublikum[1] bei Zulassung des BTH insofern fehlging, als trotz alledem bis heute eine bemerkbare Beteiligung auch dieser Kreise am Optionshandel nicht festzustellen war.
Es sollten jetzt etwas mehr die Belange des Berufshandels berücksichtigt werden, für den ein Optionsgeschäft immer dann uninteressant ist, wenn keine Kursschwankungen zu erwarten sind, etwa, weil das Optionspapier einen zu breiten Markt hat. Es ist daher typisch, wenn sich gezeigt hat, daß bei den bisher abgeschlossenen Optionsgeschäften vorwiegend der Stillhalter der Gewinner war[2], und zwar deshalb, weil mangels Kursschwankungen eine Ausübung der Option sich nicht lohnte.

Bedenkt man, daß Kursschwankungen wesentlich von der Marktenge eines Papiers abhängen, so gilt es im Hinblick auf die Höhe des Mindestnennkapitals der Gesellschaften, in deren Anteilen der Optionshandel stattfinden soll, eine Größenordnung zu finden, die, ohne Belange des breiten Anlegerpublikums ganz zu vernachlässigen, auch den Interessen des Berufshandels gerecht wird, um ihn so am Optionsgeschäft mehr zu interessieren.
Es erscheint vertretbar, hier ein Mindestnennkapital von DM 20 Mio. zu fordern, somit immerhin doppelt soviel wie der Gesetzgeber gem. § 50 IV BG, da dadurch der Optionshandel für die Spekulation interessanter werden könnte, ohne den Kleinanleger vor zu große Kursschwankungen und möglicherweise Verluste zu stellen.

---

1) vgl. S. 48

2) vgl. Handelsblatt v. 27./28.10.72 sowie vom 25.5.73; im 1. Halbjahr 1973 wurde ca. 40 % der Optionen ausgeübt (vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 14.7.73)

Berücksichtigt werden sollten dabei allerdings nur die Papiere, für die auf Grund des in ihnen stattfindenden Umsatzes auch vom Markt her gesehen ein Bedürfnis für die Zulassung zum Optionshandel besteht.

Daneben sollte der Kreis der Optionspapiere über die inländischer Unternehmen hinaus auch auf ausländische Emittenten ausgedehnt werden[1], wie das bereits bei allen bedeutenden ausländischen Börsen der Fall ist.
Abgesehen davon, daß das zu einer Erweiterung auch des innerdeutschen Optionshandels führen könnte, würde dadurch das Interesse an der zwischenstaatlichen Arbitrage bzw. dem 'grenzüberschreitenden Effektenhandel' belebt werden.[2]
Eine Gesetzesänderung ist hierfür nicht erforderlich. § 50 V BG ist insoweit zu entnehmen, daß der Gesetzgeber grundsätzlich auch die Zulassung von Anteilen ausländischer Erwerbsgesellschaften zum BTH in Betracht gezogen hat.[3] Übereinstimmend damit wird ebenfalls in § 14 II a BesBedW zwischen in- und ausländischen Werten unterschieden.
Voraussetzung für die Einbeziehung der ausländischen Werte in den Optionshandel ist natürlich die Genehmigung gem. § 63 I BG, soweit es sich um Anteile von Bergwerks- oder Fabrikationsunternehmungen handelt.[4]

Eine Ausdehnung des Optionshandels über die Aktien hinaus auch auf festverzinsliche Wertpapiere, wie, wenn auch ohne viel Erfolg, z. B. in Zürich praktiziert, erscheint unsinnig, da Festverzinsliche erfahrungsgemäß keinen lohnenswerten Kursschwankungen unterliegen und damit als Objekte eines Optionshandels ungeeignet sind.

2. Kapitalanlagegesellschaften (KAG) als Teilnehmer am Optionshandel

Als eine der Ursachen für den geringen Umfang des Optionshandels machen Marktkenner den Umstand verantwortlich, daß

---

1) Degner, S. 255

2) vgl. Handelsblatt v. 7.9.72 sowie vom 17.1.73

3) Meyer-Bremer, S. 129; Horn, S. 174

4) Meyer-Bremer, S. 155

viele Geschäfte aus Mangel am geeigneten Kontrahenten nicht zustande kommen.[1] Die zahlreich notierten Geldkurse zeigen dabei, daß es weniger an Kaufwilligen als an Stillhaltern fehlt.

Auf Grund der geltenden Verpflichtung des Verkäufers (Stillhalter) einer Kaufoption, die Optionspapiere jederzeit zur Erfüllung bereit zu halten, § 3 Regulativ, wären neben den Kreditinstituten am ehesten die KAGen wegen ihrer großen Wertpapierbestände in der Lage, diese Warteposittionen 'in Wertpapieren' zu beziehen.[2]

Einer Beteiligung der inländischen KAGen stehen jedoch die Vorschriften des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) entgegen, in denen zum Schutz der Anteilseigner u. a. geregelt ist, welche Anlagen die KAG für ihr Sondervermögen treffen darf, im wesentlichen gem. § 8 KAGG somit in Wertpapieren und Bezugsrechten.

Die Möglichkeit einer Anlage in Optionen ist nicht erwähnt. Da der Kauf einer Option nicht den Erwerb eines Wertpapiers darstellt, könnte als Rechtsgrundlage für die Beteiligung der KAGs am Optionshandel lediglich die Erlaubnis zum Erwerb von Bezugsrechten fungieren.

Eine unmittelbare Anwendung ist schon wegen des Wortlauts des § 8 I Buchstabe c KAGG abzulehnen.

Einer analogen Anwendung auf die Kaufoption - denn nur mit dieser bestehen gewisse Ähnlichkeiten - steht neben einigen wesentlichen Unterschieden, wie z. B. dem unterschiedlichen Spekulationscharakter sowie der verschiedenen Preisberechnung bei beiden Geschäften[3], insbesondere die Einschränkung des § 12 V KAGG entgegen.

Danach darf der Erwerb von Wertpapieren und Bezugsrechten für das Sondervermögen höchstens zum Tageskurs, die Veräußerung muß mindestens zum Tageskurs erfolgen. Diese Bindung an den Tageskurs macht es der KAG jedoch unmöglich, als Stillhalter bei Optionsgeschäften aufzutreten, da der Kaufpreis der

---

1) Handelsblatt v. 23.11.71

2) Stillger, S. 2

3) Steder, S. 655

Wertpapiere nie der Tageskurs, sondern immer der Basiskurs ist.[1)]

Da es sich somit beim Kauf bzw. Verkauf einer Option um den Erwerb bzw. die Veräußerung eines Rechts handelt, ist eine Teilnahme am Optionshandel den KAGs gem. § 8 I KAGG untersagt. Trotz Kenntnis der bevorstehenden Aufnahme des Optionshandels hat jedoch der Gesetzgeber bei der Novellierung des KAGG 1970 auf eine Änderung des § 8 I KAGG verzichtet. Erst auf verschiedene Verstöße der KAGen ist seitens des Bundeswirtschaftsministeriums zugesagt worden, bei einer erneuten Novellierung auch die bisherige Ausklammerung der Investmentgesellschaften vom Optionshandel zu überprüfen.[2)]

Da die Vorstellung der KAGen dahingeht, nicht nur als Stillhalter, sondern auch als Käufer von Optionen aufzutreten, müßte natürlich einem solchen spekulativen Engagement zum Schutz der Anteilseigner hinsichtlich der Höhe eine Grenze gezogen werden.

Allerdings scheint eine diesbezügliche Änderung des KAGG noch in weiter Ferne, da 'die Aufhebung der Einschränkungen für Investmentfonds zwar wünschenswert, aber nicht für dringlich' erachtet wird.[3)]

Das Ausmaß einer möglichen Belebung des Optionshandels durch die Zulassung auch der deutschen KAGs zeigt am besten der Anteil der KAGen am gesamten Börsenumsatz, der mit maximal 15 % veranschlagt wird.[4)]

Allerdings sind hierbei die Umsätze in festverzinslichen wie solchen Wertpapieren miteinbezogen, die noch nicht als Optionspapiere zum Handel zugelassen sind.

Das Beteiligungsverbot des § 12 V KAGG gilt nicht für ausländische Investmentfonds.

Zwar verweist das Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile in § 2 Nr. 2 auf § 12 KAGG, jedoch nur im

---

1) Baur, S. 189

2) Handelsblatt v. 22.11.71

3) so Ministerialrat Bayer-Fehling in einem Interview mit dem Handelsblatt, vgl. Handelsblatt v. 22.11.71

4) vgl. Handelsblatt v. 7.11.72

Hinblick auf die Vorschriften, die die Verwaltung des Sondervermögens durch die Depotbanken betreffen. § 12 V KAGG dagegen gilt nach h. M.[1] nicht als typische Sicherheitsvorschrift betreffs der Depotbanken, sondern als Anlagevorschrift, die sich an die KAG wendet.

3. Abbau der Deckungsverpflichtung gem. §§ 3, 4 Regulativ

Als weitere Bremse für die Entwicklung des Optionsgeschäfts haben sich die §§ 3, 4 Regulativ herausgestellt, die den Stillhalter verpflichten, nach Art der verkauften Option Wertpapiere oder Geldbeträge zugunsten der Kasse zu sperren.

Bedenkt man, daß diese Regelung nur die zur Teilnahme am Optionsgeschäft zugelassenen Beteiligten betreffen, also in erster Linie die Kreditinstitute, so zeigt sich das Fragwürdige dieser Regelung.
Es ist nämlich nur schwer einzusehen, warum die Banken, die in der Regel als Stillhalter in Betracht kommen, z. B. die Wertpapiere auch besitzen und sperren müssen, wenn sie eine Kaufoption verkaufen.
Zu berücksichtigen ist hierbei, daß ohnehin nur der Optionshandel in marktbreiten Wertpapieren zugelassen ist, so daß eine Beschaffung am Markt im Falle der Ausübung durch den Kontrahenten der Bank nicht schwerfallen dürfte.
Dasselbe gilt natürlich für die Hinterlegung von Geld, die allerdings erst auf Anforderung der Kasse geschieht.
Die mißliche Auswirkung insbesondere des § 3 Regulativ auf den Optionshandel ist nicht unbemerkt geblieben. So hat die Börsensachverständigenkommission in ihrer Plenarsitzung am 27. 11. 72 empfohlen, diese Bestimmungen begrenzt aufzulockern, insbesondere die zu stellende Sicherheit bei den Verkäufen von Kaufoptionen zu erleichtern.[2]

Hier stellt sich allerdings die Frage, wie eine solche Erleichterung aussehen kann.

---

1) Steder, S. 657; Baur, S. 456

2) vgl. Handelsblatt v. 29.11.72 und 17.1.73

Da eine Reduzierung der Anzahl der zu sperrenden Aktien unsinnig erscheint, kommt lediglich in Betracht, die Sperre ersatzlos fallen zu lassen oder aber an ihre Stelle eine Sicherung durch Hinterlegung von Bargeld treten zu lassen.
Durch einen ersatzlosen Wegfall würde das Interesse der Kasse, für die durch die übernommene Erfüllungsgarantie ihrerseits eine Sicherheit zu erhalten, nicht ausreichend berücksichtigt werden. Eine GarantieÜbernahme seitens der Kasse ohne die entsprechende Absicherung gegen die Teilnehmer erscheint zudem schon deshalb unzumutbar, weil der Kreis der Aktionäre der Kasse AG nicht mit dem der Teilnehmer am Optionshandel übereinstimmt.
Zu denken wäre jedoch an ein System von Kautionsleistungen derjenigen, die auf Antrag als Teilnehmer durch die Kasse anerkannt werden wollen.
In welcher Höhe eine solche Kaution neben der generellen Sicherheit bestehen soll, kann hier nicht entschieden werden, Ansatzpunkt für diesbezügliche Überlegungen sollte jedoch die Höhe der abgeschlossenen Optionsgeschäfte sein. Zudem müßte diese Kaution, die nur im Fall des Eintritts der Kasse in ein Geschäft des betreffenden Teilnehmers auf Grund ihrer Garantie und nur zugunsten der Kasse in Anspruch genommen werden dürfte, verzinst werden, um so die Kosten, die mit dem Abschluß von Optionsgeschäften zusammenhängen, gering zu halten.

L e b e n s l a u f

Am 14. Oktober 1944 wurde ich als Sohn des Regierungsreferendars Dr. rer. pol. Wilhelm Thoden und seiner Ehefrau Anneliese, geb. Wesa, in Marienwerder/Westpreußen geboren.

In Rothenburg/Hannover, der Heimatstadt meines im September 1944 gefallenen Vaters, wurde ich 1951 in die Volksschule eingeschult.

Nachdem meine Mutter den Kaufmann Dr. rer. pol. Heinz Lotze geheiratet hatte, zogen wir nach Bremen um, wo ich Ostern 1957 in das neusprachlich-naturwissenschaftlich-mathematische Gymnasium a. d. Dechanatstraße übernommen wurde.

Nach einem weiteren Umzug nach Essen bestand ich dort Ostern 1964 am neusprachlichen Gymnasium Essen-Werden das Abitur.

Zum SS 1966, nach zweijähriger Bundeswehrzeit, nahm ich in Marburg das Studium der Rechtswissenschaft auf, das ich am 5. Mai 1971 mit der 1. juristischen Staatsprüfung vor dem Oberlandesgericht in Hamm beendete.

Zur Zeit befinde ich mich im zweiten juristischen Staatsexamen.